

# Rapala VMC

Laaja raportti

11.4.2022 19:45



Olli Vilppo  
+358 40 761 9380  
olli.vilppo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Koukussa käännteeseen

Rapalan tuloskasvulla on kaikki edellytykset jatkua lähivuosina huolimatta kalastusbuumin hidastumisesta, sillä matka Rapala-brändin ja vapa- ja kelakategorian täyteen potentiaaliin on vielä alussa. Olemme laskeneet hieman ennusteitamme leikattuamme niitä selvästi Venäjän markkinan osalta, jonka merkitys Rapalalle on viime vuosina ollut verrattain rajallinen. Muutosten myötä kuluva vuoden tuloskasvu hidastuu, mutta etenkin pidemmän ajan tuotto-odotus säilyy houkutteleva (20 %/v) suhteessa maltilliseen riskiprofiiliin. Myös yritysosto-optio antaa Rapalan arvostukselle tukea. Tarkistamme tavoitehinnan 8,2 euroon (aik. 8,5 €) ja suosituksen lisää-tasolle (aik. osta).

## Rapala on alan arvokkain brändi uistimissa

Rapala toimii noin 7 mrd. € arvoisella urheilukalastuksen markkinalla, josta vapojen ja kelojen arvo on noin puolet ja niihin Rapalan laajeni vasta hiljattain yritysostojen myötä. Arviot alan kasvusta vaihtelevat eri lähteissä ja harrastajamäärien kehityksessä on alueellisia eroja. Kokonaisuutena ala kasvaa globaalisti arviomme mukaan pitkällä aikavälillä noin BKT:n vauhtia ja on hyvin defensiivinen suhteessa taloussykleihin, mutta säariippuvainen. Pandemia antoi markkinan kasvulle selvän sysäyksen. Ala konsolidoituu myös vauhdilla pääomasijoittajavetoisesti ja myös Rapala on mahdollinen yritysostokohde. Rapalan vahva brändi ja luotettu asema isojen kauppaketjujen kumppanina, oma tuotanto, jakelu sekä tuotekehitys ja Taiwanin suorahankintayksikkö muodostavat yhtiön kilpailuedun kulmakivet. Strategian ensimmäisessä vaiheessa aiemmin hyvin kompleksinen toimitusketju on uudelleenjärjestelty ja eri liiketoimintayksiköiden edellytykset yhteistyölle ovat selvästi kohentuneet.

## Pohja kunnossa kannattavaa kasvua varten

Rapala ohjeistaa 2022 vertailukelpoisen liikevoiton olevan samalla tasolla kuin edellisenä vuonna (32,7 MEUR). Aiempi liikevoiton ennusteemme oli ohjeistuksen tasolla, mutta laskimme sitä noin 2 MEUR:lla 30,5 MEUR:oon Venäjän markkinatilanteen dramaattisen heikentymisen myötä. Vaikka Rapalan 2022 liikevoitto hieman laskee ennusteessamme, kasvaa osakekohtainen tulos edelleen, sillä mm. hybridilainan korkoja ei tarvitse enää maksaa. Odotamme kalastusbuumin heikkenevän asteittain (2022-23), mutta markkina jää silti selvästi yli 2019 tason mm. lisääntyneiden vapaa-ajan kalastusveneiden tukemana. Hiljentymisen negatiivista vaikutusta kumoavat tehokkaasti synergistiset kasvuhankkeet ja niistä tärkeimpänä on Okuma-myyntiin alkaminen, jonka uskomme lähivuosina saavuttavan Rapalan aiemmin jakeleman Shimano-myyntiin tason (n. 30 MEUR). Vuoden 2025 ennusteemme Rapalan liikevaihdoksi on 329 MEUR ja liikevoitoksi 40 MEUR (EBIT 13 %).

## Kyydissä kannattaa mielestämme pysyä edelleen

Rapalan tuloskertoimet 2022e P/E 15x ja EV/EBIT 11x ja 2023e P/E 13x ja EV/EBIT 10x ovat matalia kertoimia defensiiviselle kuluttajabrändiyhtiölle, vaikkakin yhtiön aiempi suhteellinen alennus verrokkiryhmään on sulanut sektorin arvostusten laskettua. Mielestämme yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin voisi nykyisellään olla noin 15x ja se voisi venyä pidemmällä aikavälillä luottamuksen vahvistuessa yhtiön suorittamista kohtaan vielä noin 20x tasolle. Hahmottelemamme vuosittainen kokonaistuotto osakkeelle muodostuu asteittaisesta kertoimien noususta, 13 %:n tuloskasvusta sekä 2-4 %:n osinkotuotosta. Vahvojen brändien arvon purkautumiselle on strategian toteutuksen ohella edelleen myös potentiaalinen toinen reitti [Pure Fishingin omistajan](#) ostettua aiemmin 19,2 %:n osuuden yhtiöstä. Alan transaktiot ovat tapahtuneet analyysimme perusteella noin EV/S 2x-kertoimilla (Rapala nyt EV/S 1,2x).

## Suositus

### Lisää

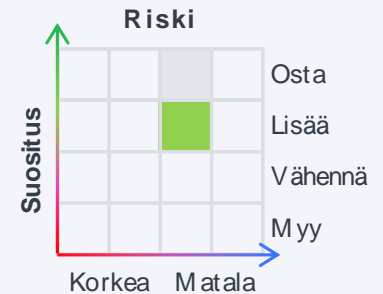
(aik. Osta)

**8,20 EUR**

(aik. 8,50 EUR)

**Osakekurssi:**

7,30



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	294,3	291,7	298,9	313,6
<b>kasvu-%</b>	13 %	-1 %	2 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	32,7	30,5	32,5	36,5
<b>EBIT-% oik.</b>	11,1 %	10,4 %	10,9 %	11,7 %
<b>Nettotulos</b>	18,1	18,8	21,1	25,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,46	0,49	0,55	0,65
<b>P/E (oik.)</b>	19,1	15,0	13,4	11,2
<b>P/B</b>	2,4	1,9	1,7	1,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,7 %	2,7 %	4,1 %	4,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,7	11,2	10,4	9,0
<b>EV/EBITDA</b>	9,0	8,4	7,9	7,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,1	1,1

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

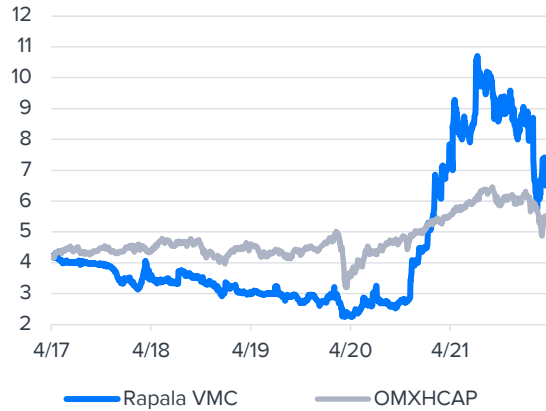
(Ennallaan)

2022 vertailukelpoisen liikevoiton odotetaan olevan samalla tasolla kuin edellisenä vuonna (32,7 MEUR).

# Sisällysluettelo

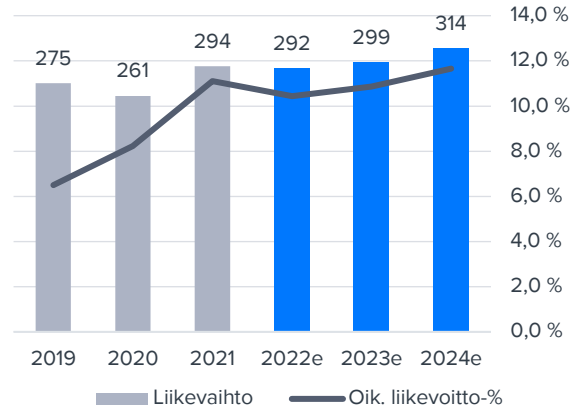
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 6-12</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 13-14</b>
Strategia ja historiallinen kehitys	<b>s. 15-18</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>s. 19-22</b>
Tase ja taloudellinen asema	<b>s. 23-24</b>
Ennusteet	<b>s. 25-27</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>s. 28-29</b>
Taulukot	<b>s. 30-35</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>s. 36</b>

## Osakekurssi



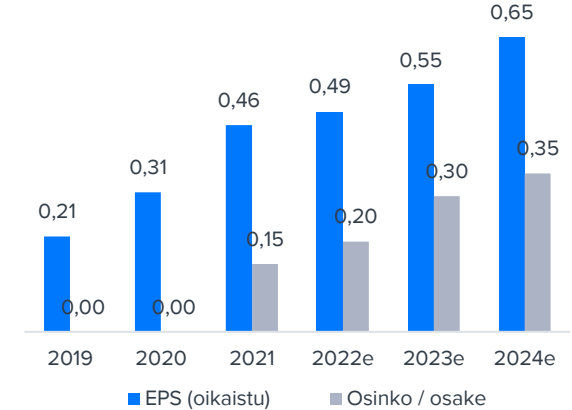
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Omien tuotteiden ja etenkin Rapala-brändin myynnin kasvu
- Uusi vapa ja kela kategorია tarjoaa synergististä kasvupotentiaalia
- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen
- B2C myynnin kasvu



### Riskitekijät

- Strategian epäonnistuminen
- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu ja sääriippuvuus
- Venäjän hyökkäys Ukraina heikentää Venäjän markkinan toimintaedellytyksiä (2021: 4 % liikevaihdosta)
- Kaupan omien brändien kasvu
- Vähittäiskaupan murros ja konsolidaatio asiakaspuolella
- Kilpailun kiristyminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	7,30	7,30	7,30
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	38,6	38,6	38,6
<b>Markkina-arvo</b>	282	282	282
<b>Yritysarvo (EV)</b>	341	338	329
<b>P/E (oik.)</b>	15,0	13,4	11,2
<b>P/E</b>	15,0	13,4	11,2
<b>P/Kassavirta</b>	11,1	21,6	12,7
<b>P/B</b>	1,9	1,7	1,6
<b>P/S</b>	1,0	0,9	0,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,2	1,1	1,1
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	8,4	7,9	7,0
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,2	10,4	9,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	41,1 %	55,0 %	53,8 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,7 %	4,1 %	4,8 %

Lähde: Inderes

# Rapala lyhyesti

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja sekä myyjä

**1936**

Perustettu

**1998**

Listautuu pörssiin

**294 MEUR** (+13 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

**32,7 MEUR** (11,1 % liikevaihdosta)

Liikevoitto (vrt.) 2021

**35**

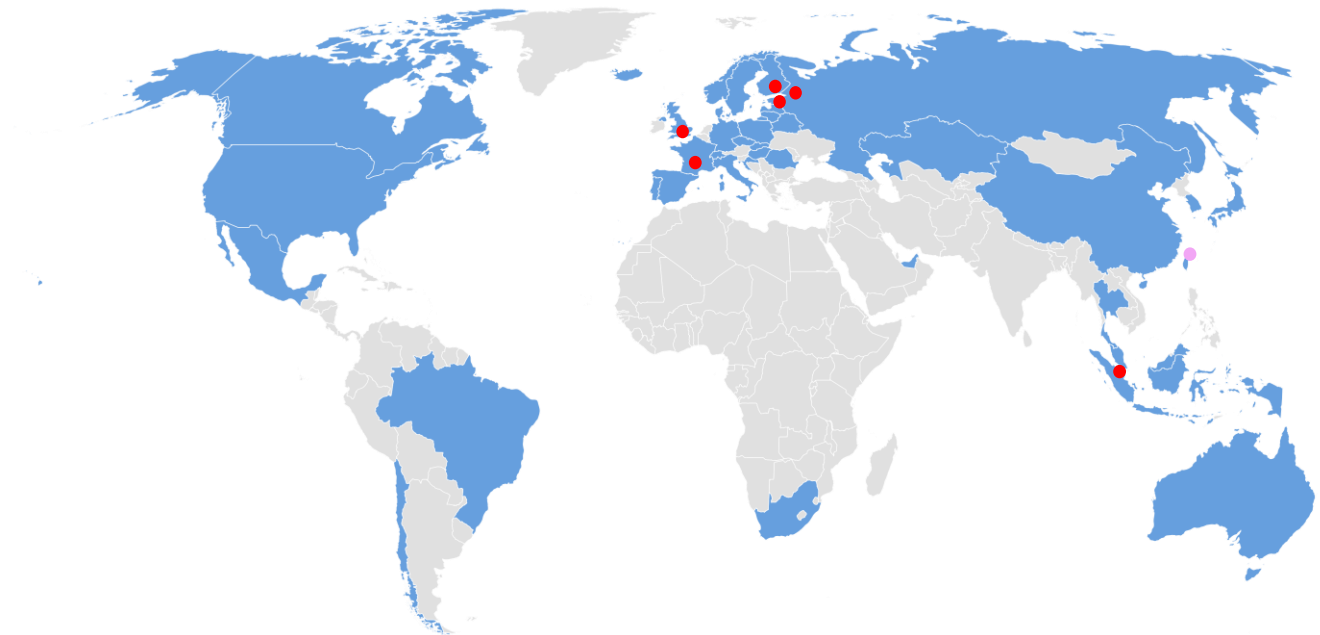
Toimintamaiden lukumäärä

**1 792**

Henkilöstö keskimäärin 2021

**77 % / 23 %**

Omat tuotteet / 3rd party tuotteet



● Oma jakeluyhtiö

● Oma tehdas

● Hankintayksikkö

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Myynti markkina-alueittain

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja sekä myyjä. Rapalan liikevaihto oli vuonna 2021 294 MEUR ja myynnistä 77 % muodostui konsernin omista tuotteista ja noin 23 % kolmansien osapuolten tuotteiden jakelusta.

Rapalan suurin ja tärkein markkina-alue on Pohjois-Amerikassa, jonka osuus myynnistä vuonna 2021 oli 46 %. Pohjois-Amerikassa yhtiön markkina-asema on etenkin uistimissa erittäin vahva ja yhtiö on alueella kovissa uistimissa selkeä markkinajohtaja. Pohjois-Amerikassa liikevaihto painottuu lähes täysin omiin tuotteisiin.

Pohjoismaiden osuus Rapalan liikevaihdosta oli vuonna 2021 16 %. Pohjoismaissa yhtiön markkina-asema on erittäin vahva ja useissa tuoteryhmissä se on jopa täysin hallitseva. Pohjoismaissa yhtiö myy myös kolmansien osapuolten tuotteita vahvasta jakeluketjusta johtuen. Yksinoikeuteen perustuneen Shimano-myyntin päättymisen myötä (2020) Pohjoismaiden kolmansien osapuolten myynnin osuus on kuitenkin laskenut.

Toiseksi suurin markkina-alue yhtiölle on Muu Eurooppa, jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2021 oli 27 %. Siihen kuuluvat kaikki Pohjoismaiden ulkopuoliset Euroopan maat. Merkittävimpiä maita ovat Ranska, Venäjä ja Espanja. Myös osassa näissä markkinoissa myytiin aiemmin paljon kolmansien osapuolten tuotteita, mutta Shimano-jakelun päättymisen myötä (2020 ja 2021) niiden rooli on pientynyt.

Muun maailman osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 11 %. Muu maailma on maantieteellisesti hajanainen ja se sisältää liiketoimintaa Aasiassa, Etelä-Amerikassa, Australiassa ja Afrikassa.

## Valtaosa Rapalan myynnistä on B2B-myyntiä

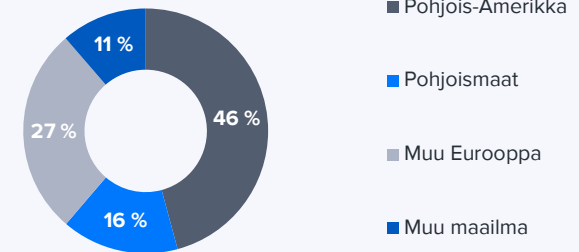
Rapalan jakeluyhtiöt myyvät yhtiön omia tuotteita sekä valikoituja kolmansien osapuolien tuotteita asiakkaille, jotka ovat pääosin vähittäiskauppoja. Rapalan oma jakeluverkosto on erittäin laaja ja se kattaa noin 35 maata (kts. kartta edellinen sivu). Lisäksi Rapala myy omia tuotteitaan ulkopuolisille jakelijoille noin sadassa maassa. Arviomme mukaan noin 95 % Rapalan vähittäiskaupoille suuntautuvasta B2B- liikevaihdosta menee sen omien jakeluyhtiöiden kautta. Paikallisjakelijoiden osuus myynnistä on suuresta maapeitosta huolimatta verrattain rajallinen.

## Verkkokauppaan alettu myös panostaa

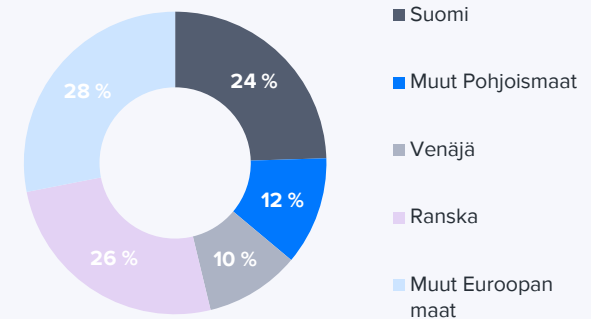
Rapalalla on myös suoraan kuluttajille (B2C) suunnattu verkkokauppa Pohjois-Amerikassa (vuodesta 2011) ja Euroopassa (vuodesta 2018). Pitkään sivuroolissa ollut verkon myyntikanava muodostaa arviomme mukaan Rapalan kokonaisu-myynnistä toistaiseksi vain muutaman prosentin.

Verkkokauppa-alusta päivitettiin hiljattain modernimmaksi Euroopassa ja seuraavaksi vuorossa on Pohjois-Amerikan verkkosivujen uudistaminen. Verkkokauppa nähdään yhtiön sisällä nykyisin myös aitona myyntikanavana, kun se aiemmin toimi enemmän markkinointikanavana.

## Liikevaihdon maantieteellinen jakauma globaalisti (2021)



## Liikevaihdon maantieteellinen jakauma Euroopassa



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Oma tuotanto ja hankintaketju

Rapala valmistaa itse pääosan uistimista (Suomi, Venäjä, Viro), kourut (Ranska ja Indonesia), kairat (Viro), puukot (Suomi), sukset (Suomi) ja syötit (UK). Tehtaat vastaavat omasta materiaalien hankintatoiminnastaan. Edellä mainituissa tuotteissa Rapala hallitsee koko arvoketjua ennen kuin tuotteet myydään vähittäiskaupoille.

Loput konsernin omista tuotteista hankitaan alihankintana pääosin Aasiasta ja yhtiön pääsourcing-yksikkö sijaitsee Taiwanissa. Näistä tuotteista yhtiö saa itselleen sekä brändi- että jakelukatteen, mutta ei valmistuskatetta. Näitä tuotteita ovat mm. tarvikkeet, metalliuistimet, osa pehmytmuovi-uistimista ja 13 Fishing-brändin tuotteet. Okuma-brändin vavat ja kelat hankitaan suoraan Okuman omilta Taiwanin ja Kiinan tehtailta.

Kolmansien osapuolten tuotteissa Rapala ei omista brändiä ja nämä tuotteet hankitaan niiden valmistajilta ja niistä Rapala saa vain jakelukatteen.

## Aiempi kompleksisuus rasitti operaatioita pitkään

Konserni ohjasi aiemmin maakohtaisten jakeluyhtiöiden hankintoja hyvin vähän. Rakenteen taustalla oli ajatus, että maayhtiöiden paikallistuntemusta päästään näin paremmin hyödyntämään. Merkittävänä haittapuolena oli rakenteen kompleksisuus. Tuotevirtoja ja toimitusketjua oli hankalaa saada toimimaan yhtenä kokonaisuutena. Maayhtiöt kilpailivat toisiaan vastaan mm. tehtaiden kapasiteetista ja

toimitusajat olivat huomattavan pitkiä.

Etenkin suurille vähittäiskaupan asiakkailleen (WalMart, Bass Pro/Cabella yms.) maayhtiöt ovat puolestaan luvanneet toimittaa tavarat muutamissa päivissä ja näin ollen maayhtiöillä täytyi olla huomattavat puskurivarastot käytössä.

Liiketoimintamallin selkein heikkous olivat pitkään korkeat varastot, sillä ne ovat sitoneet paljon pääomaa ja alentaneet yhtiön oman pääoman tuottoa (ROE-%) selvästi.

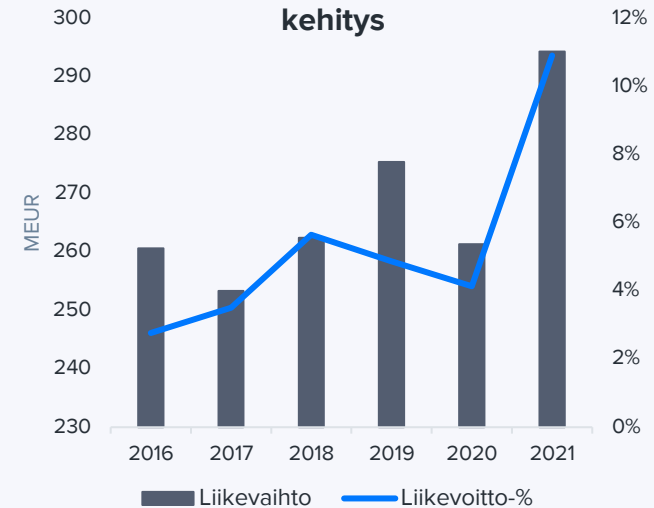
## Liiketoimintamalli on nyt aiempaa ketterämpi

Rapalan alun perin vuonna 2017 lanseeraaman strategian myötä toimitusketjua ollaan ryhdytty ajattelemaan kokonaisuutena. Vuonna 2020 aloittaneen toimitusjohtaja Warchalowskin alaisuudessa strategian toteuttaminen on kiihtynyt.

Keskeistä muutoksessa on ollut, että maakohtaisia ostoja on alettu ohjata keskitetysti maayhtiöiden kysyntäennusteiden tukemana. Samalla Euroopan varastoja on keskitetty rajusti Pärnuun ja Ranskaan. Toimitusketjun ketteryys on parantunut myös heikosti kiertävien tuotenimikkeiden mittavan karsimisen myötä ja tämä prosessi jatkuu vielä vuoden 2022 ajan. Myös maayhtiöiden kompensatiopolitiikka on muutettu.

Rapalan varastot ovat muutosten seurauksena kääntyneet laskuun. Liikevaihtoon suhteutettu varastotaso on laskenut vuoden 2016 39 %:ta 2021 29 %:iin kertoen liiketoimintamallin kehittämisestä aiempaa ketterämmäksi. Myös ROE-% on kohonnut selvästi.

## Myynnin ja kannattavuuden kehitys



## Varastojen kehitys suhteessa liikevaihtoon



# Tuotteet

## Uistinten markkinajohtaja

Yhtiön oma tuoteportfolio voidaan jakaa kuuteen kategoriaan: "Uistimet ja syötit", "Koukut", "Siimat", "Tarvikkeet", "Muut tuotteet" sekä "Vapa ja kela". Rapalan omasta portfolioista käytännössä puuttui pitkään viimeisin kategoria. Tilanne muuttui kuitenkin vuonna 2019 julkistetun Shimano-yhteistyön purun myötä. Sen mahdollistaman laajentumisen myötä Rapala on hankkinut oikeudet 13 Fishing brändiin USA:n ulkopuolella sekä Okuma-brändiin Euroopassa ja Venäjällä.

## Uistimet ja syötit kannattavin kategoria

Rapala on maailman suurin uistinvalmistaja ja uistimet ovat konsernin merkittävien tuoteryhmä. Yhtiön selvästi arvokkain brändi on Rapala. Muita yhtiön brändejä ovat mm. Luhr Jensen, Storm ja Blue Fox. Yhtiöllä on ollut lisäksi lukuisia muita maakohtaisia brändejä, mutta brändiportfolioita ollaan karsimassa yhtiön fokuksen parantamiseksi.

Segmenttiin kuuluvat myös syötit, joita Rapala valmistaa karpinkalastukseen Dynamite Baits ja Carp Spirit brändeillä. Syötit myydään pääosin Keski-Eurooppaan, jossa karpinkalastus on suosittu kalastusmuoto. Yhtiön markkinaosuus on Yhdysvalloissa kovissa uistimissa noin 20 %:n luokkaa ja myös Pohjoismaissa se on käsityksemme mukaan vastaavassa kokoluokassa. Rapalan kasvu uistimissa seurailee näissä maissa pitkälti kokonaismarkkinan kehitystä johtuen vakiintuneista markkina-asemista. Yhtiön innovaatiovoimaa on alettu kuitenkin kohdistamaan etenkin kasvaviin tuotekategorioihin sekä kalastuksen pientrendien kaupallistamiseen

markkinan kasvun ylittämiseksi.

Rapala kertoi viimeksi vuonna 2016 konsernin tuotekohtaisen liikevaihdon jakauman ja silloin uistimien ja syöttien liikevaihto oli 82 MEUR. Arvioimme uistinten myynnin kasvaneen noin 105 MEUR:n tienoille etenkin Pohjois-Amerikan hyvän kehityksen myötä. Uistimet ovat konsernin omista tuotteista kaikista kannattavimmat ja niiden myyntikate on arviomme mukaan noin 50-60 % riippuen hieman vuotuisesta myyntimixistä. Uistinten kannattavuus on käsityksemme mukaan pysynyt vakaana, sillä brändiuskollisuus on korkea.

## Koukuissa myös markkinaosuus korkea

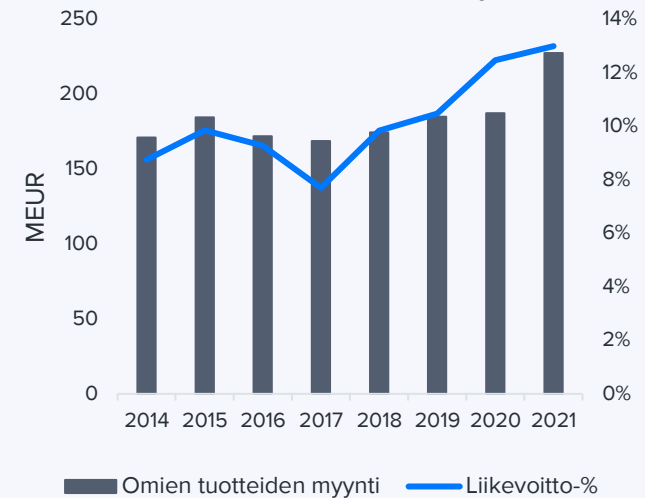
Rapala hankki ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n omistukseensa vuonna 2000. VMC on globaali markkinajohtaja kolmihaarakoukuissa (markkinaosuus arviomme mukaan 25-30 %). Yhtiö valmistaa myös yksi- ja kaksihaarakoukkuja, mutta niissä sen markkinaosuus on pienempi. Rapalalle VMC:n hankinta oli osittain myös strateginen, sillä VMC:n tuotannosta lähes puolet menee Rapalan omiin tuotteisiin ja vain hieman yli puolet myydään konsernin ulkopuolelle Koukkuliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2016 20 MEUR. Arvioimme myös koukkujen myynnin kehittyneen positiivisesti uistinten myynnin vanavedessä ja nousseen noin 25 MEUR:oon.

Koukut ovat myös erittäin kannattava tuoteryhmä ja arviomme mukaan niiden myyntikate on noin 50 %:n tuntumassa. Koukkuliiketoiminnan kilpailuetu perustuu liiketoiminnan mittakaavaetuihin sekä koukunvalmistusprosessin osaamiseen.

## Rapalan omia brändejä



## Omien tuotteiden kehitys





# Tuotteet

## Siimoissa myynnin kehitys jäänyt odotuksista

Rapala on siimoissa pieni toimija ja sen globaali markkinaosuus on käsityksemme mukaan parin prosentin luokkaa. Yhtiö laajeni siimaliiketoimintaan vuonna 2008, kun se osti siimabrändi Sufixin. Ostohetkellä Sufixin vuotuinen liikevaihto oli noin 10 MEUR, mutta Rapalan strategisena tavoitteena oli kasvattaa liikevaihtoa voimakkaasti ja laajentaa Sufixin tuoteperhettä. Yhtiön tavoitteena oli nostaa siimaliiketoiminnan liikevaihto 30-50 MEUR:n tasolle pitkällä aikavälillä parantamalla yhtiön brändipositiota ja laajentamalla jakelua. Siimaliiketoiminta ei kuitenkaan ole kasvanut yhtiön odotuksien mukaisesti, sillä vuonna 2016 sen liikevaihto oli 18 MEUR:n tasolla ja arvioimme sen vuonna 2021 nousseen reiluun 20 MEUR:oon kalastusbuumin siivittämänä. Siimaliiketoiminta on myös hyvin kannattavaa ja sen myyntikate on arviomme mukaan noin 50 %.

## Tarvikkeissa laaja kirjo kalastustuotteita

Tarvikkeet-liiketoiminta sisältää kalastukseen liitännäisiä pienempiä tuoteryhmiä, kuten veitset, pihdit, kalastajan vaatteita, jääkairat ja säilytysjärjestelmät. Tarvikkeet kategorian yritysostoista hyvänä esimerkkinä toimii 2011 toteutettu laajentuminen jääkairoihin ostamalla yhdysvaltalainen Strike master sekä ruotsalaisen Mora ICE:n brändi. Kauppojen myötä tarvikkeisiin sisältyvä jääkalastuksen liikevaihto kasvoi noin 10 MEUR:lla aiemmasta 7 MEUR:sta ja Rapalasta tuli myös talvikalastuksen globaali markkinajohtaja.

Yhtiön strategisena tavoitteena oli tuolloin kasvattaa talvikalastusliiketoimintansa liikevaihto 20-30 MEUR:oon. Käsityksemme näille tasoille on kairamyynnin positiivisen kehityksen myötä myös viime vuonna ylletty. Taustalla on ollut etenkin Strike Masterin Li-ion kairojen viime aikojen vahva menestys.

Tarvikkeiden liikevaihto oli vuonna 2016 yhteensä 44 MEUR ja arvioimme sen kasvaneen noin 60 MEUR:oon pääosin talvikalastuksen hyvän kehityksen vetämänä. Tarvikkeiden myyntikate on arviomme mukaan noin 40 %:n luokkaa.

## Muut tuotteet (sukset ja puukot)

Konsernin muiden tuotteiden myynti oli 2016 8 MEUR ja sen päätuoteryhminä ovat Marttiini-veitset sekä Peltosen sukset. Tehtaiden (Marttiini Oy ja Peltosen Ski Oy) taloustietojen perusteella segmentin liikevaihto oli noin 10 MEUR vuonna 2020. Tästä suksimyynnin osuus oli vain noin 2 MEUR. sillä vähäluminen talvi 2019 rokotti etenkin suksimyyntiä kauppojen varastojen oltua täynnä.

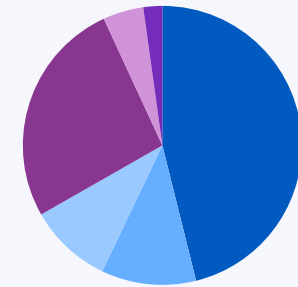
Pidemmällä aikavälillä emme näe näissä tuotteissa merkittävää kasvupotentiaalia ja käsityksemme mukaan muiden tuotteiden vaikutus liikevoittorivillä on jäänyt vähäiseksi. Yhtiö siirsi vuonna 2020 Rovaniemen puukkotehtaan Vääkseen, millä haetaan kustannustehokkuutta valmistukseen.

Peltosen suksien markkinaosuus on Suomessa noin 30 % ja myynti ja kannattavuus vaihtelevat lähinnä lumitilanteen mukaan.

## Rapalan omia brändejä



## Omien tuotteiden myyntimix 2021



- Uistimet ja syötit
- Koukut
- Siimat
- Tarvikkeet
- Muut tuotteet
- Vapa ja kela

# Tuotteet

## Vapa- ja kela-kategoria tarjoaa kasvupotentiaalia

Rapalan oma vapa- ja kelakategoria on vielä lähtökuopissa ja odotamme sen toimivan kasvun ajurina vielä pitkään. Vapa- ja kela kategorian myyntikate on arviomme mukaan noin 40 % koostuen sekä brändi- että jakelukatteesta.

Rapala hankki vuonna 2019 49 %:n vähemmistöosuuden yhdysvaltalaisesta DQC Internationalista. Kaupassa Rapala sai 13 Fishing brändin itselleen Yhdysvaltojen ulkopuolella. DQC omistaa vapa- ja kelabrändin nimeltä 13 Fishing. Yhtiö tuotteet ovat vahvoja hyrräkeloissa, pilkkikategoriassa sekä myös pehmeissä uistimissa. DQC:n tuotanto on ulkoistettu Kiinaan ja yhtiöllä on omat suunnittelu- ja tuotekehitystiimit Floridassa ja Taiwanissa. DQC hyödyntää nykyisin ostoissaan Rapalan Taiwanin hankintayksikköä, mikä näkyy Rapalan raporteissa lähipiirimyyntinä.

DQC on perustettu vuonna 2012 ja sen myynti oli vuoteen 2018 mennessä kasvanut nopeasti noin 20 MEUR:oon (pääosin Yhdysvalloissa). Vuonna 2020 DQC:n liikevaihto romahti 12,6 MEUR:oon, mikä johtui Aasiaan ulkoistetun tuotannon ongelmista pandemiatilanteesta. Liikevaihto elpyi vuonna 2021 kuitenkin vahvasti 20,5 MEUR:oon. DQC-Internationalin tuloksesta Yhdysvalloissa 49 % näkyy Rapalan tuloslaskelmassa osakkuusyhtiö-rivillä. Vuonna 2021 DQC oli päässyt vihdoin 0,7 MEUR:n positiiviseen tulokseen. DQC:n tulos on ollut tätä ennen tappiollinen, sillä toiminnan kasvattaminen on vaatinut panostuksia.

Yhdysvaltojen ulkopuolella Rapalan myymät 13 Fishing tuotteet lasketaan mukaan Rapalan omiin

tuotteisiin. Rapala lanseerasi ne vuoden 2021 aikana globaalisti eri markkinoille ja etenkin Pohjoismaissa ne saivat hyvän vastaanoton. Rapala ei ole kertonut kuinka paljon se myi tuotteita, mutta arvioimme ensimmäisen vuoden myynnin olleen n. 5 MEUR ja pidemmällä tähtäimellä uskomme brändin nousevan USA:n ulkopuolella vähintään 10 MEUR:n myyntiin.

## Okuma on uusi lippulaivabrändi

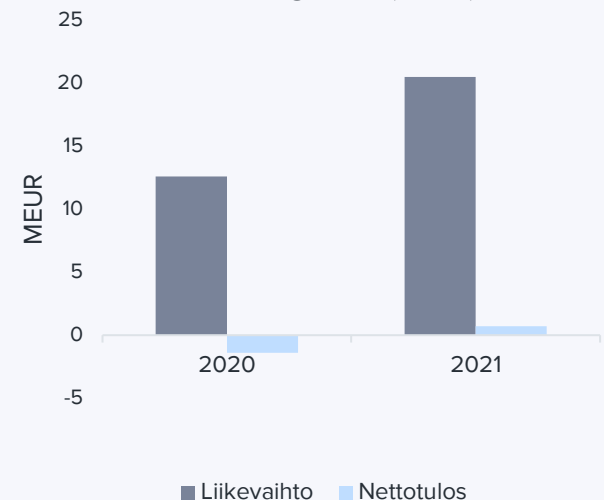
Vuoden 2021 alussa Rapala hankki Okuma-brändi oikeudet Euroopassa ja Venäjällä. Okuma on vapa- ja kela-brändeista käsityksemme mukaan neljänneksi isoin globaalisti noin 60-80 MEUR:n vuosittaiselle jakelumyynnillä (vrt. s. 21). Rapalan Okuma-valikoima on laaja (350 kelamallia ja 450 vapaa/ kalastusettä) ja myös teknisesti laadukas.

Okumalla on omat tehtaat Taiwanilla ja Kiinassa, joiden tuesta Rapala on puhunut rohkaisevasti. Okuman lanseeraus asiakkaille tapahtuu vuonna 2022 ja vuoteen 2025 mennessä odotamme Rapalan Okuma-myyntin nousevan noin 30 MEUR:oon. Luvut ovat kokonaisuutena selvästi isompia, mitä aiempi jakelija Svendsen Sport jakeli Okumaa (n. 10 MEUR/v). Svendsen ei kuitenkaan omistanut brändiä, eikä ollut käsityksemme mukaan valmis panostamaan siihen. Myös sen jakelun maantieteellinen peitto oli pienempi. Rapala myi Shimanoa suunnilleen 30 MEUR:illa/v niissä Euroopan maissa missä yhtiöllä oli yksinoikeus sekä Venäjän yhteisyrittelyssä. Nyt Rapala myy Okumaa näillä kaikilla markkinoilla sekä lisäksi Saksassa, Hollannissa, Belgiassa, Luxemburgissa, Italiassa ja Iso-Britanniassa.

## Rapalan omia brändejä



### 13 Fishing USA (DQC)



# Tuotteet

## 3rd party tuotteiden rooli pienentynyt

Rapala hyödyntää jakeluverkostoaan jakelemalla myös muiden valmistajien tuotteita sen läpi. Kolmansien osapuolten tuotteiden rooli on kuitenkin viime vuosina pienentynyt Rapalan alettua keskittyä ensisijaisesti parempikatteisten omien tuotteiden myynnin kasvattamiseen.

Yhteisenä nimittäjänä kolmansien osapuolten tuoteryhmillä on yhteinen asiakaskunta Rapalan omien tuotteiden kanssa (urheilukaupat ja suuret kauppaketjut). Käytännössä Rapala ostaa tuotteet niiden valmistajilta ja jakelee ne jakeluverkostonsa läpi. Näin ollen Rapala kantaa tuotteisiin liittyvän varastoriskin itse. Yhtiön kolmansien osapuolien tuotteista saama myyntikatemarginaali on luonnollisesti matalampi (arvioimme 30 %) kuin konsernin omilla tuotteilla.

Rapalan kolmansien osapuolien tuotteiden myynti on viime vuosina laskenut selvästi (kts kuva). Samalla niiden liikevoittomarginaali painui vuosien 2017-2020 aikana negatiiviseksi. Kolmansien osapuolien negatiivinen liikevoittomarginaali ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kolmansien osapuolien tuotteet olisivat konsernille tappiollisia. Konsernin kiinteät kulut (jakelu+hallinto) kohdistetaan liikevaihdon suhteessa omille ja kolmansien osapuolien tuotteille. Vuonna 2021 nähty vahva kehitys omien tuotteiden myynnissä nosti myös 3rd party-tuotteiden jakelun voitolle vaikka niiden myynti laski edelleen.

Kaikki kolmansien osapuolien jakelu ei kuitenkaan ole ollut erityisen kannattavaa pääoman tuotolla

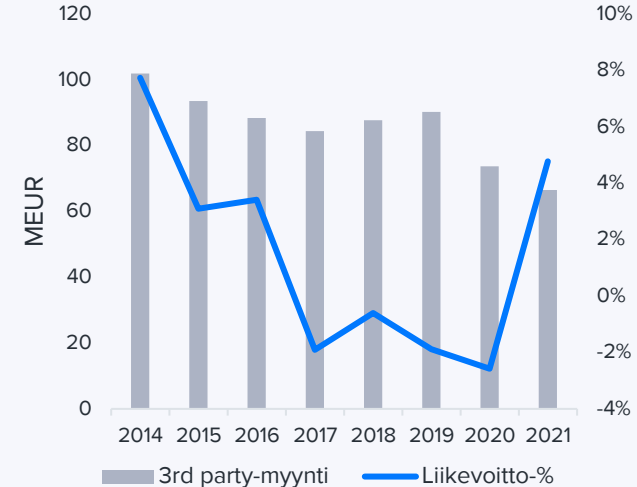
tarkasteltuna. Yhtiö onkin luopunut asteittain mm. metsästyskategorian jakelusta. Kannattavasta kolmansien osapuolien jakelusta esimerkkinä toimivat Peltosen rinnalla jaettavat talviurheiluvälineet Suomessa (mm. Alpina, Rex).

## Shimano-jakelu oli hyvin kannattavaa myyntiä

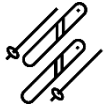
Vuonna 1993 alkanut Shimanon vapojen ja kelojen jakelu oli Rapalalle kannattava jakelukumppanuus myös pääoman tuotolla tarkasteltuna. Jakeluyhteistyössä Rapala jakeli Shimanon tuotteita yksinoikeudella Pohjoismaissa, Ranskassa, Sveitsissä, Espanjassa, Portugalissa sekä Baltian maissa ja Etelä-Afrikassa. Yhteistyö päättyi vuoden 2020 aikana ja Rapalan Euroopan liikevaihdosta poistui sen myötä noin 25 MEUR:n 3rd party myynti. Hyvää yhteistyön purussa oli se, että Rapala kykeni aloittamaan itse omien tuotteidensa jakelun Shimanon aiemmin yksinoikeudella hoitamisissa maissa Euroopassa (Saksan, Hollanti, Belgia, Luxemburg, Italia, Iso-Britannia ja Turkki). Näissä maissa Shimanon Rapala myynti oli suhteellisen pientä verrattuna markkinoiden kokoon. Lisäksi Rapalalle avautui mahdollisuus oman vapa ja kela-kategorian rakentamiseen yhteistyön purun myötä.

Yhteistyö Shimanon kanssa päättyi lopullisesti, kun Rapala osti 2021 Shimanon vähemmistöosuudet jakeluyhtiöissä Venäjällä ja Kazakstanissa, Valko-Venäjällä, Tšekissä, Unkarissa, Romaniassa ja Kroatiassa. Arvioimme Rapalan liikevaihdosta poistuvan kaupan myötä vielä noin 5-10 MEUR:n Shimano-myyntiin vuonna 2022.

## 3rd party myynnin kehitys



## 3rd party



Ulkoilu, talviurheilu

Rooli pienentynyt selvästi ja aiemmin tärkeä Shimano-yksinoikeus päättyi vuonna 2020

## Tuotteet



Uistimet ja syötit



Koukut



Siimat



Tarvikkeet: Veitset, pihdit, kalastusvaatteita, jääkairat

## Liiketoimintaidea

Rapala VMC valmistaa ja jakelee konsernin omia tuotteita sekä jakelee valikoituja 3rd party tuotteita vähittäiskaupoille.



Vahvat brändit  
Oma tuotekehitys



Oma tuotanto ja Taiwanin hankintayksikkö

# Rapala®



Maayhtiöiden paikallistuntemus



Laaja oma B2B-jakelu:  
+  
Ulkopuolisia jakelijoita noin 100 maassa

## Asiakassegmentit

B2B – Suuret kauppaketjut

Walmart, Bass Pro/Cabela's, Amazon, S-ryhmä, Motonet, Decathlon



B2B – pienemmät vähittäiskaupat

Kalastustarvikeliikkeet, urheiluliikkeet



B2C – Kuluttajat

Oma verkkokauppa: Rapala.com, Marttiini.fi



## Alueet

Pohjois-Amerikka  
46 % liikevaihdosta

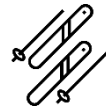
Muu Eurooppa  
27 % liikevaihdosta

Pohjoismaat  
16 % liikevaihdosta

Muu maailma  
11 % liikevaihdosta



Vavat ja kelat



Muut tuotteet:  
Marttiini puukot,  
Peltosen sukset

## Kilpailijoita

**Kotipaikka Japani:** Shimano, Globberide (Daiwa), Gamakatsu

**Kotipaikka USA:** Pure Fishing, Rather Outdoors St. Croix Rod, Eagle Claw, Pradco, Cabela's, Flambeau, Simms

**Kotipaikka Eurooppa:** Mustad, Decathlon

## Kustannusrakenne

Liikevaihto 294,2 MEUR (2021)

Henkilöstö 1792 (2021 keskimäärin)



Materiaalit ja palvelut  
(45,5 %)\*

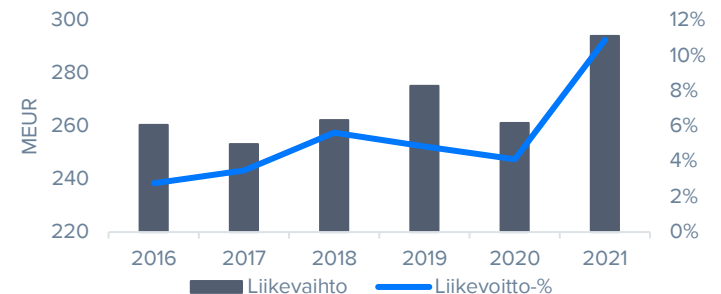


Henkilöstökulut  
(24,3 %)\*

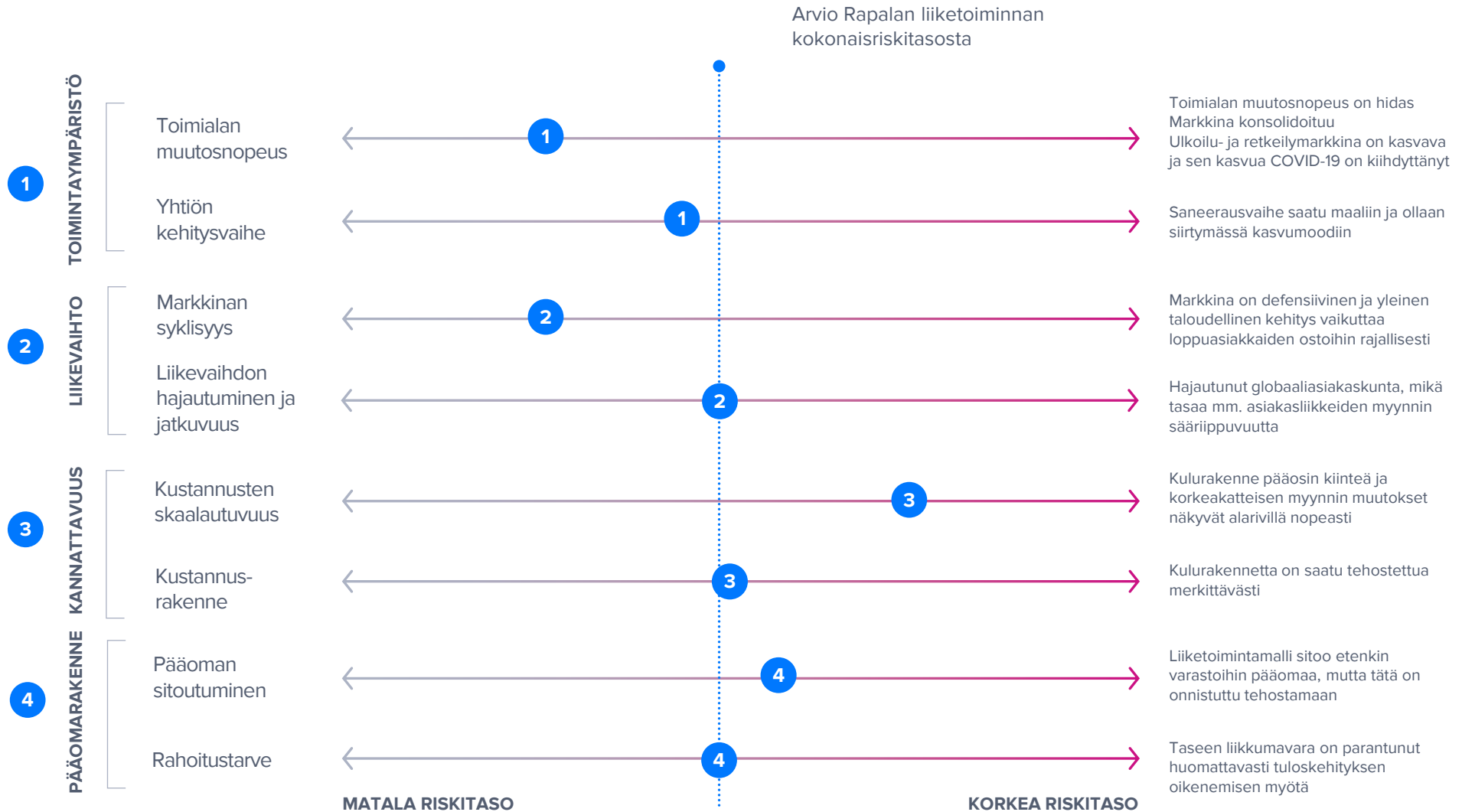


Muut kulut  
(16,5 %)\*

## Tulovirrat



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1.

**Brändien luoma kilpailuetu**

2.

**Defensiivinen loppukysyntä**

3.

**Strategian onnistumisen luoma merkittävä nousupotentiaali**

4.

**Markkinoiden luottamus käänteen kestävyys edelleen matala**

5.

**Yritystokortti**

## Potentiaali



- Omien tuotteiden ja etenkin Rapala-brändin myynnin kasvu
- Uusi vapa ja kela kategoria tarjoaa synergististä kasvupotentiaalia
- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen
- B2C myynnin kasvu

## Riskit



- Strategian epäonnistuminen
- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu ja sääriippuvuus
- Venäjän hyökkäys Ukrainaan heikentää toimintaedellytyksiä Venäjällä (2021: 4 % liikevaihdosta)
- Kaupan omien brändien kasvu
- Kilpailun kiristyminen

# Strategia

## ”ONE RAPALA VMC”-strategia

Rapalan kilpailuedut ovat pitkään rakentuneet vahvojen brändien, tuotekehityksen, oman tuotannon sekä jakelun ympärille. Vuoden 1998 listautumisen jälkeen organisaation sisälle alkoi muodostua kuitenkin merkittävää kompleksisuutta ja tehottomuutta. Sen seurauksena kannattavuuskehitys oli pitkään negatiivista (kts. sivupalkki).

Strategian ensimmäinen, vuonna 2017 aloitettu, vaihe koostui toiminnan uudelleen järjestelystä. Tämä vaihe on nyt saatu pitkälti jo läpivietyä. Fokus tekemisessä onkin siirtymässä kasvuun ja sisäisten synergioiden yhä parempaan hyödyntämiseen. Yhtiöllä on kuusi tavoitetta, joidenka varaan strategia rakentuu ja niitä on käsitelty seuraavaksi.

## Kulttuurin muutos on ollut kriittinen palanen

2020 aloittaneen toimitusjohtaja Warchalowskin alaisuudessa Rapalan organisaatio on kokenut ison muodon muutoksen. Kulttuurin muutoksen taustalla on ollut yhteistyöhaluttoman keskijohdon karsiminen sekä sisäiseen kannustinjärjestelmään tehdyt muutokset ja uusien kykyjen nosto organisaation sisältä keskeisille paikoille mm. innovaatioiden johtamisessa. Yhtiön komentoketju on muuttunut matriisiorganisaatiosta suuremmaksi linjaorganisaatioksi mahdollistaen aiempaa selvästi ketterämmän muutosjohtamisen.

Positiivinen muutos on yhtiön ulkopuolella ollut nähtävillä strategian toteuttamisen vauhdissa. Organisaatiomuutosten jälkeen projekteja on viety

maaliin edellä aikataulusta, kun sitä ennen ne etenivät aina odotuksia hitaammin.

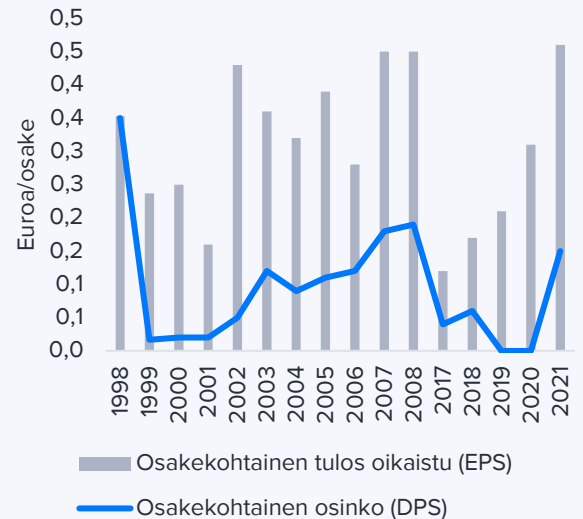
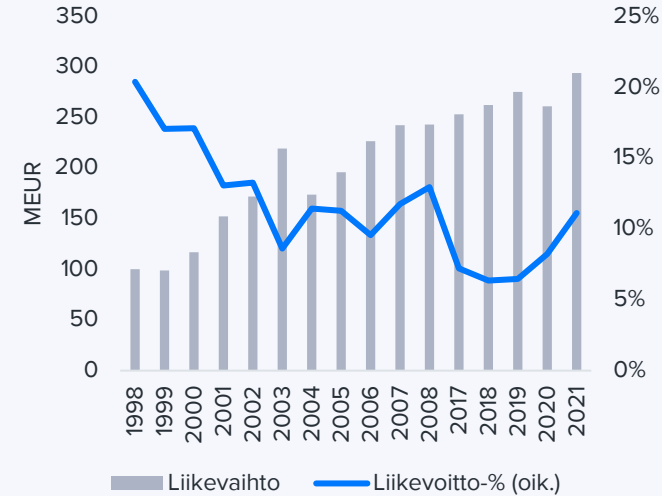
## Operaatioiden toimintaa yksinkertaistettu

Yhtiö on viime vuosina parantanut merkittävästi koko toimitusketjunsä hallintaa. Tätä käsiteltiin osin jo liiketoimintamalliosiossa (s. 7). Keskeistä yhtiön kustannusrakenteen tehostamisessa on ollut 2019 lopulla käynnistetyin 10 MEUR säästöohjelman onnistunut toteuttaminen. Läpi tulleista säästöistä noin puolet muodostui Batamin uistintehtaan sulkemisesta. Toinen puolikas säästöistä koostui Euroopan jakeluyhtiöiden rinnakkaisten hallinto- ja taustafunktioiden keskittämisestä.

Euroopan jakelussa muodostuneista noin 5 MEUR:n kustannussäästöistä selkeimpänä esimerkkinä ovat keskittetyt varastot. Pärnun jakelukeskus palvelee nykyisin koko Baltiaa sekä Pohjoismaita. Ranskan keskusvarasto palvelee puolestaan muuta läntistä Eurooppaa. Yhtiö on myös ottanut 2021 aikana keskittetyin S&OP-mallin käyttöön, jolloin ostoja ja varastotasoja johdetaan keskistetyin, eikä enää maayhtiöiden tasolla. Rapala oli jo aiemmin investoinut IT-järjestelmään, jolla tuotekohtaisia varastotasoja ja tuotteiden kysyntää voitiin tarkastella keskistetyin.

Rapalalla on vielä 2022 loppuun käynnissä oleva tuotenimikkeiden ja brändien mittava karsinta, josta osa on jo saatu tehtyä. Arvioimme tämän parantavan tehokkuutta ja ketteryyttä edelleen kaikissa keskeisissä toiminnoissa (tuotekehitys, valmistus, jakelu) ja fokus saadaan tätä kautta palautettua voittaviin brändeihin.

## Historiallinen kehitys



# Strategia

Euroopan tehtaiden tuotanto-osaaminen on ollut läpi historian vahvaa, ja siellä on valmistettu yhtiön tärkeimmät balsasta valmistettavat Rapala-uistimet. Taiwanin oma suorahankintayksikkö muodostaa Rapalalle myös näkemyksemme mukaan selkeän kilpailuedun. Euroopan tehtaiden ja hankintayksikön toiminnan tehokkuus on arviomme mukaan myös parantunut keskitetysti johdettujen ostojen ja tuotenimikkeiden karsinnan mahdollistamien suurempi eräkokojen kautta.

Vuonna 2011 perustetulla Batamin uistintehtaalla valmistettiin Rapalan pehmytmuovi-, kovamuovi- ja metalliuistimet. Tehtaalla oli kuitenkin läpi toimintahistorian merkittäviä haasteita johtuen pienistä tuotantoeristä sekä monimutkaisista tuotevirroista. Tehdas teki toimintahistoriansa aikana merkittävät tappiot. Vuoden 2020 aikana tuotanto siirrettiin onnistuneesti Pärnun omalla tehtaalle sekä alihankkijoille Kiinaan. Batamin sulkeminen oli radikaali, mutta arviomme mukaan pakollinen toimi, jotta valmistustoiminnan kilpailukyky voitiin palauttaa.

## Kasvu lähtee uusista tuoteinnovaatioista

Rapalan tuotekehitystä alettiin uudistaa jo vuonna 2017 aiempaa systemaattisempaan suuntaan, jotta se tuottaisi myös uutta liikevaihtoa, eikä kannibalisoisi muuta myyntiä. Konsernin tuotekehitysorganisaatio järjesteltiin myös uudelleen vuoden 2021 aikana. Sen myötä eri puolilla maailmaa sijaitsevat 5 yksikköä työskentelevät aiempaa enemmän yhteistyössä.

Yhtiö pyrkii nyt panostamaan etenkin Rapala-

brändin alla tapahtuvaan tuotekehitykseen ja globaaleiden menestystuotteiden rakentamiseen. Aiemmin fokus oli enemmän lokaaleissa innovaatioissa. Rapalan brändi on erittäin vahva kovissa balsasta valmistetuissa uistimissa, joita on myyty miljoonittain. Brändiä ei ole kuitenkaan aiemmin hyödynnetty pehmytmuovi-uistimien lanseerauksissa ja myös tarvikkeissa käyttöä voidaan nostaa vielä selvästi. Yhtiön pitää olla tässä myös huolellinen, jotta Rapala-brändin laatuolemaa ei heikennetä huonoilla innovaatioilla.

Ikäryhmistä Rapalan brändit ovat vahvoja etenkin vanhempien sukupolvien parissa ja yhtiö on kyennyt pitämään kuluttajista kiinni aiemmin myös hitaammalla innovoinnilla. Nuorempien kalastajien voittamisessa keskeisenä tekijänä ovat uudet tuoteinnovaatiot. Tavoitteena on tunnistaa nousevat trendit ja tätä varten myös markkinoinnin ja tuotekehityksen yhteistyötä on vahvistettu.

## Kuluttajat otettu tekemisen keskiöön

Loppukäyttäjään keskittyminen on myös tärkeä osa uutta strategiaa. Nykyisen toimitusjohtajan aikakaudella Rapalassa on ensimmäistä kertaa otettu käyttöön erilliset kuluttajabrändistrategiat ja niiden KPI-mittaaminen.

Kuluttajamyyntiin (B2C) liittyen uusi verkkokauppa-alusta otettiin hiljattain käyttöön Euroopassa ja seuraavaksi vuorossa on Pohjois-Amerikan verkkokauppa. Uusi alusta on aiempaa selvästi modernimpi mahdollistaen merkittävästi paremman vuorovaikutuksen asiakkaan kanssa. Arviomme etenkin Rapala-brändin myynnin

kasvulle myös verkossa olevan vielä rutkasti potentiaalia. Yhtiön katteet ovat arviomme mukaan parempia verkossa, sillä yhtiö saa itselleen siinä myös vähittäismyyntikatteen.

Rapalalla on mm. sosiaalisen median sivuillaan paljon seuraajia ja yhtiö aikoo hyödyntää tätä peittoa aiempaa selvästi tehokkaammin. Myös digitaalisen markkinoinnin panostuksia pyritään kohdentamaan etenkin uusiin tuotelanseerauksiin.

## Retail-asiakkaiden kanssa yhteistyö korostuu

Strategiassa korostuvat myös suhteet tärkeimpien asiakkaiden kanssa ja paikallinen markkinajohtajuus. Rapala on ollut isoille kauppaketjuille pitkään luotettu kumppani tunnettujen brändien ja toimitusvarmuutensa ja tarjoaman henkilökohtaisen palvelunsa ansiosta. Yhtiö on alkanut siirtää fokusta yhä enemmän myös siihen, miten kauppaketjut ja Rapala saavat yhdessä kasvua aikaan. Yhtiö on ottanut käyttöön keskitetysti johdetun ja koordinoitun hinnoittelun, mikä selkeyttää toimintaa asiakkaiden suuntaan.

## Kestävä kehitys myös osa strategiaa

Yhtiö haluaa olla toimialan suunnannäyttäjä kestävässä kehityksessä, Tulevien vuosien aikana se aikoo julkaista tuoteperheitä, joissa vastuullisuus on keskeisessä asemassa. Uskomme tulevaisuudessa kalastusvälineiden kuluttajien painottavan ostopäätöstä tehdessään yhä enemmän tuotteiden ympäristövaikutuksia ja siten vastuullisuusstrategian toteuttaminen vahvistaa yhtiön kilpailuetuja pitkällä aikavälillä.



# Strategia

	1998	2017	2019	2020	2021	2022e
<b>Liikevaihto</b>	100 MEUR	253 MEUR	275 MEUR	261 MEUR	294 MEUR	296 MEUR
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	20 %	3,5 %	6,5 %	8,2 %	11,1 %	11,0 %
<b>Nettovelat/EBITDA (tavoite alle 3,8x*)</b>	Eritäin vahva	Hybridin liikkeelle lasku suhteen parantamiseksi	Varastojen lasku vapautti pääomia 3,5x	Pääomaa vapautui huomattavasti varastoista (2,1 x)	Tuloskasvu laski suhdetta (1,6x), hybridi lunastettiin	Vahva rahavirta jatkuu (ennuste 1,2x)
<b>Tuloskehitys</b>	↑	↓	→	→	↑	→
<b>Kommentti</b>	Listautuminen	Uusi strategia pitkään jatkuneen luisun pysäyttämiseksi	Kehitys oikean suuntaista, mutta hidasta	Pandemian alun heikentämä H1, mutta sen jälkeen vahva H2	Kalastusbuumin antama noste ja strategian toteuttamisen kiihtyminen	Alkava Okuma -myynti korvaa kalastusbuumin hidastumista

1998  
-  
2016

2017  
-  
2021

2021

## Keskiössä epäorganaisinen kasvu

- Hajautetusti johdettu, osaoptimoitu organisaatio
- Yrityskauppojen huono integraatio
- Liikevaihdon voimakas kasvu (+ 150%)
- Liikevoiton samanaikainen lasku
- Varastotasojen kasvu
- Hyvin kannattavan Venäjän romahdus 2015 alkaen

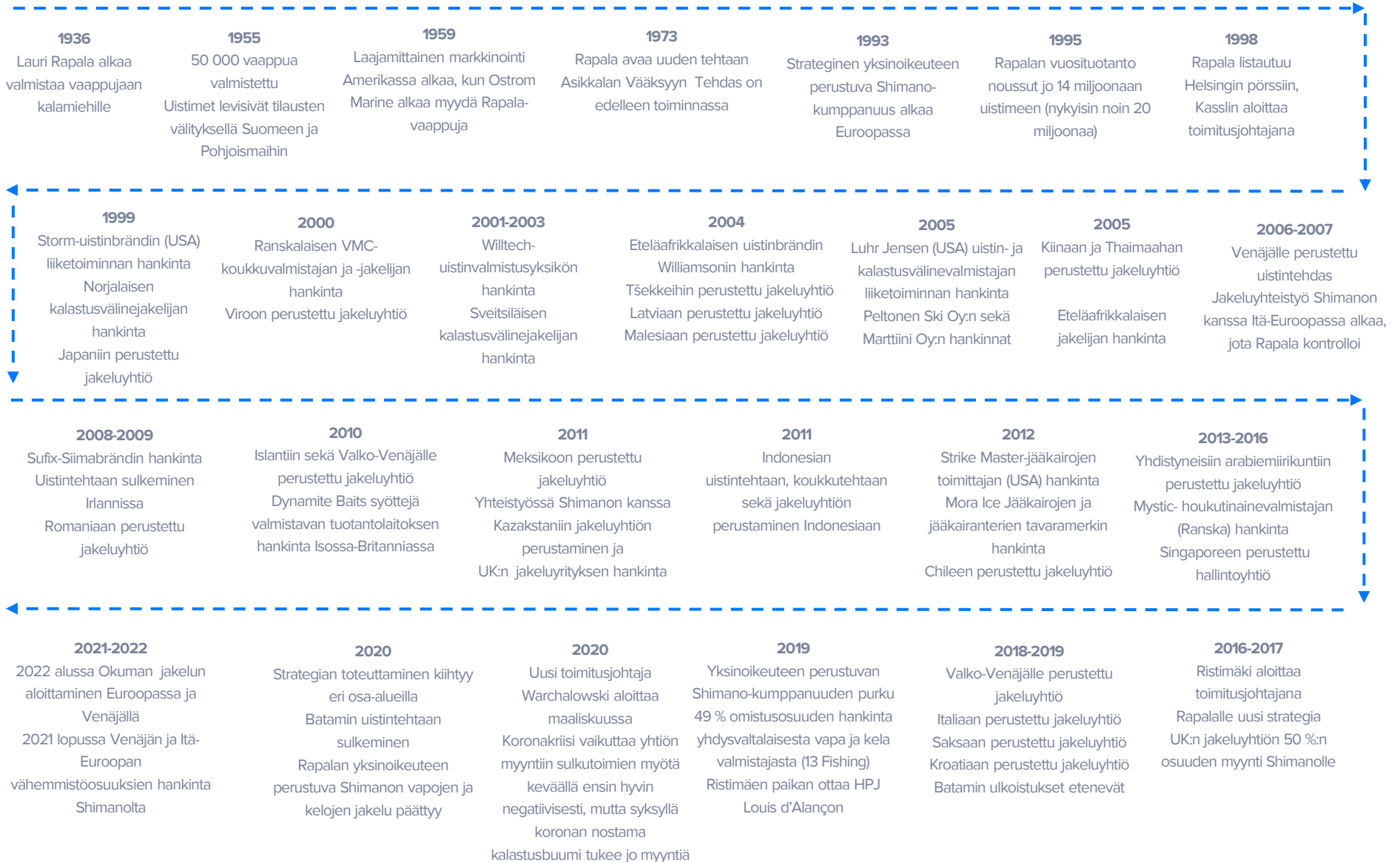
## Pääomatehokkuuden ja kannattavuuden parantaminen

- Toimitusketjun hallinnan parantaminen
- Batamin tehtaan alasajo
- "Yksi Rapala" organisaatio
- Tuotekehityksen uudelleen järjestely
- Brändistrategian uudistaminen
- Oman vapa ja kela kategorian rakentaminen yritysostoilla
- Shimano myynnin päättyminen

## Kasvun aikaansaaminen

- 13 Fishingin ja Okuman myynnin ylöajo
- Rapala-brändin potentiaalın hyödyntäminen
- Verkkokaupan B2C volyymin kasvatus
- Keski- ja Etelä-Euroopan jakelun kasvu Shimanolta vapautuneissa maista
- Tuotenimikkeiden karsiminen ja fokuksen parantaminen

# Historiallinen kehitys



# Toimiala ja kilpailu

## Toimiala on hyvin defensiivinen

Globaalista urheilukalastusmarkkinasta on saatavilla vain rajallisesti konkreettista tietoa ja kokonaisuutena ala on pirstaleinen. Arviomme mukaan Rapalalle relevantin markkinan koko on noin 7 miljardia euroa. Tästä markkinasta vapojen ja kelojen osuus on noin puolet. Tämän jälkeen suurimpina tuoteryhminä ovat uistimet ja syötit ja myös siimat ovat iso tuotekategoria.

Ala on hyvin defensiivinen ja yleisellä taloustilanteella on vain rajallisia vaikutuksia kokonaisynttiin. Etenkin uistimissa markkinan defensiivisyys korostuu, sillä ne ovat kulutustavaraa. Vapojen ja kelojen päivittämistä uusiin puolestaan lykätään helpommin heikommassa taloustilanteessa. Osoituksena defensiivisyydestä Rapalan liikevaihto kehittyi finanssikriisin aikana vakaasti. Koronakriisin alussa Rapalan myynnin romahdus johtui omien Pohjois-Amerikan jakelukeskusten sekä asiakasliikkeiden suluista. Taustalla loppuasiakaskysyntä kehittyi vahvasti näkyen myynnin selvänä kasvuna, kun varastot aukenivat ja kuluttajat pääsivät ostoksille ja muut vapaa-ajan vaihtoehdot olivat rajoitettuja.

## Maantieteellinen jako

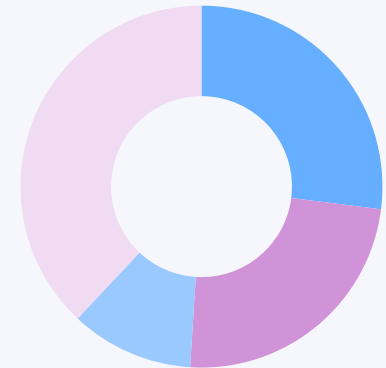
Maantieteellisesti urheilukalastusmarkkina voidaan jakaa kahtia: kehittyneisiin ja kehittyviin markkinoihin. Kehittyneet markkinat (Eurooppa, USA ja Japani) vastaavat valtaosaa globaalista urheilukalastusmarkkinasta johtuen suurista harrastajamääristä ja korkeammista elintasostandardeista. Kehittyneistä markkinoista

USA ja Eurooppa ovat Rapalalle tärkeitä markkinoita. Japanin markkinan kehitys ei ole Rapalan kannalta oleellinen, sillä sen liikevaihto alueelta on hyvin pientä paikallisten pelureiden (Shimano ja Daiwa) dominoidessa. Kehittyneillä markkinoilla markkinaosuuksien voittaminen on Rapalalle vaikeaa, sillä useissa sen tuoteryhmissä (esim. koukut ja uistimet) sen markkinaosuus on suuri. Rapala on pyrkinyt hakemaan kasvua myös tuotetarjontaa laajentamalla. Se on tapahtunut pääosin yritysostojen kautta ja viime vuosina yhtiö on laajentunut vihdoin myös omiin vapoihin ja keloihin. Tuotekehityksen fokusta on alettu siirtää myös aiempaa enemmän markkinalla kasvaviin tuotekategorioihin.

Kehittyvillä markkinoilla urheilukalastusmarkkinat kasvavat kehittyneitä markkinoita nopeammin. Niillä markkinan ajureina toimivat elintason nousu, kalastajien lukumäärän kasvu ja tietoisuuden lisääntyminen. Rapalan myynti on kehittyvillä markkinoilla jäänyt jälkeksi markkinalle arvioimastamme kasvusta. Arvioimme tämän johtuneen matalammasta bränditunnettavuudesta verrattuna USA:n ja Euroopan markkinoihin.

Arviot markkinan kasvusta vaihtelevat eri lähteissä. [Grand View Research](#) arvioi globaalin vapa ja kela-markkinan kasvavan vuosien 2020-2027 välillä 4,2 % (CAGR). Arvioimme Rapalan kohdemarkkinoiden kasvavan keskimäärin suunnilleen markkina-alueiden BKT:n tahdissa. Alueellisia eroja tähän luo kuitenkin se miten harrastajamäärät kehittyvät, sillä myös muut vapaa-ajan viettotavat kilpailevat ihmisten ajasta.

## Markkinan jakautuminen



■ Kelat ■ Vavat ■ Uistimet ja syötit ■ Muut

# Toimiala ja kilpailu

## Harrastajamäärien kehityksessä alueellisia eroja

Rapalan tärkeimmällä markkinalla Yhdysvalloissa kalastus on yksi suosituimmista ulkourheilulajeista. Siellä kalastajien määrä oli pitkään laskussa, mutta kalastajien kokonaismäärä on vuosien 2013-2019 aikana kääntynyt noin 1%/v nousutrendille alan järjestöjen aktivoiduttua erityisesti nuorten parissa.

Vuonna 2019 vähintään kerran vuoden aikana kalastusta harrastaneiden kokonaismäärä oli USA:ssa 50,1 miljoonaa tai 17 % koko väestöstä. Pandemian aiheuttaman kalastusbuumin myötä kalastajien kokonaismäärä nousi vuonna 2020 jopa 55 miljoonaan (Lähde: 2021 special report on fishing). Vuoden 2021 lukuja ei ole toistaiseksi vielä saatavilla, mutta käsityksemme mukaan kalastajien kokonaismäärä on jo hieman laskenut huippuvuodesta vapaa-ajan vaihtoehtojen avauduttua. Huomion arvoista on, että normaalimpana vuotena (2019) uusia harrastajia tuli lajin pariin 10,0 miljoonaa, mutta myös lopettaneita on ollut runsaasti 9,3 miljoonaa (Lähde: 2019 special report on fishing).

Suomessa viimeisimpien tilastojen perusteella vapaa-ajan kalastajien määrä laski vuoden 2000 noin 2 miljoonasta vuoden 2012 1,5 miljoonaan ja oli myös vuonna 2018 lähellä 1,5 miljoonaa (luke). Ruotsissa harrastajien määrä on kehittynyt vastakkaisesti ja vuonna 2019 määrä nousi 1,6 miljoonaan (2018 1,3 miljoonaa). Ruotsissa kalastus oli siten nosteessa jo ennen pandemiaa (lähde: Söder Sportfisk listautumisesite). Pohjoismaissa pandemia aiheutti selvän hyppäyksen

harrastajamäärissä, mutta tuoretta harrastajadataa ei ole vielä saatavilla.

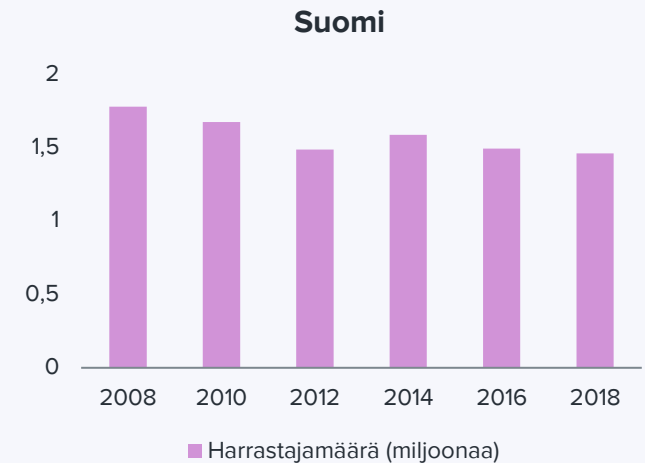
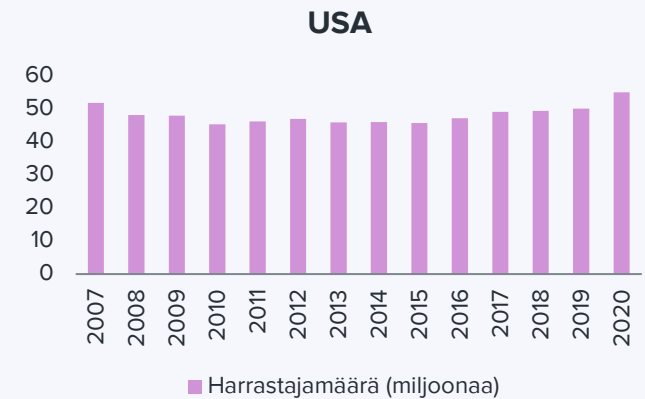
## Pandemian jälkeinen markkina

Kalastuslupatilastot antavat reaaliaikaisempaa kuvaa kalastusbuumin kehityksestä niiden kuluttajien parissa, joilta lupaa edellytetään. Suomessa kalastuslupien määrä nousi vuonna 2020 290 000 ja laski vuonna 2021 270 000:een. Suhteutettuna vuoden 2016 lukuun (266 000) oli markkina silti edelleen normaalia korkeammalla.

USA:ssa vuonna 2021 ostettujen kalastuslupien määrä oli puolestaan 5,2 miljoonaa ja se oli laskenut vuoden 2020 huipusta 6 %:lla, mutta säilynyt 8 %:lla yli 2019 tasojen (ASA fishing).

Markkinan tulevaa kehitystä haarukoitaessa on muistettava, että poikkeuksellinen kysyntäpiikki vuonna 2020 aiheutti monelle alan pelurilla isoja ongelmia vastata kysyntään. Tämä aiheutti sen että kauppojen hyllyt olivat tyhjiä ja osaa korkeasta kysynnästä ei kyetty täyttämään. Tästä syystä, markkinalle syntynyt vastatuuli ei näkynyt alan toimijoiden myynnissä vielä vuonna 2021, vaikka kalastusluvat kääntyivät laskuun.

Vuosina 2022-23 odotamme kuitenkin markkinan kokonaisuutena hieman laskevan vuodesta 2021, mutta odotamme sen silti jäävän yli 2019 tasojen. Pandemian aikana hankitut vapaa-ajan veneet ja kesämökkit luovat pitkäaikaista kysyntää kalastusvälineille myös pandemian jälkeen. Myös Rapala on puhunut omista raporteissaan pandemian jälkeisestä "Normal +" markkinasta.



# Toimiala ja kilpailu

## Edelleen pirstaleinen kilpailukenttä

Globaali urheilukalastusmarkkina on edelleen hyvin pirstaleinen. Rapala on arviomme mukaan alan viidenneksi tai kuudenneksi suurin toimija lähes 300 MEUR:n liikevaihdollaan.

Yhdysvaltalainen Pure Fishing on käsityksemme mukaan alan suurin peluri, sillä sen liikevaihto on noussut viime aikojen yritysostojen (Plano Synergy ja Svedsen Sport) myötä noin 900 MEUR:n tienoille. Pure Fishing omaa kaikki kalastuksen osa-alueet kattavan laajan brändiportfolion ja sen kilpailuetuna on iso volyymi, mikä näkyy sen korkeana kannattavuutena (EBITDA ~20 %).

Japanilaiset Shimano ja Globberide (Daiwa) ovat fokusoineet toimintansa vapoihin ja keloihin, vaikka myös niillä on jonkin verran muita tuotekategorioita. Niiden kilpailuetuna on etenkin laadukas tuotekehitys sekä valmistusosaaminen. Shimanon liikevaihto kalastuksessa kehittyi viime vuonna organisesti erittäin vahvasti ja nousi 800 MEUR:oon (+20%). Sen kalastuspuolen liikevoittomarginaali on myös korkea 22 % kertoen erittäin tehokkaasta toiminnasta ja korkeista volyymeista. Myös Daiwan (Globberide) liikevaihto kasvoi lähes Shimanon tahdissa, mutta käsityksemme mukaan kalastuksen osalta se on Shimanoa hieman pienempi toimija. Daiwan liikevoittomarginaali on noin 10 % kertoen siitä, että se on selvästi Shimanoa perässä tehokkuudessa.

Johnsson Outdoors (USA) on myös markkinalla iso peluri, mutta se ei kilpaile Rapalan kanssa, sillä tuoteportfolio keskittyy kalastuselektronikkaan.

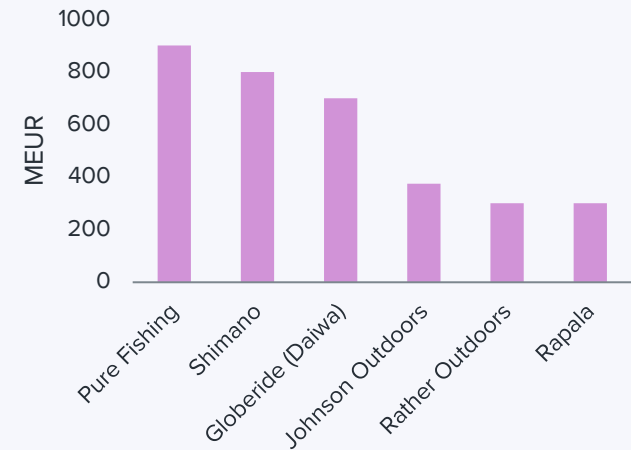
Uutena tulokkaana alan kärkipelureihin on yhdysvaltalainen Rather Outdoors, joka on noussut lähelle Rapalan liikevaihtotasoa aggressiivisten yritysostojen myötä. Myös se omaa nyt lähes kaiken kattavan tuoteportfolion.

Suurimpien pelurin jälkeen alalla on vielä 25-100 MEUR:n kokoluokassa olevia keskisuuria toimijoita, joita on kuitenkin myös osteltu ahkerasti pois markkinalta (kts. seuraava sivu).

Tämä lisäksi on myös lukematon määrä pienempiä paikallisia toimijoita, jotka ovat monesti perheyhtiötaustaisia (esim. Kuusamon uistin). Näiden lisäksi viimeisen vuosikymmenen aikana on nähty trendinomaisen kasvu kauppojen omien merkkien määrässä, ja aktiivisia kauppaketjuja tällä saralla ovat olleet ainakin Cabella/Bass Pro (USA) sekä Decathlon (Eurooppa).

Toimialalla brändiyhtiöillä ei tyypillisesti ole omia liikkeitä, vaan myynti hoidetaan jälleenmyyjien kautta. Tämä johtuu suuresta kausivaihtelusta, joka tekisi oman kivijalkaliikkeen pyörittämisestä hyvin hankalaa. Näin ollen brändivalmistajilla on vain rajallisesti keinoja torjua kauppojen omien merkkien luomaa kilpailupainetta. Kauppojen omien merkkien osuutta koko markkinasta on vaikea arvioida, mutta näkemyksemme mukaan se on kehittyneillä markkinoilla noin 15-20 %. Kehittyvillä markkinoilla luku on selvästi matalampi. Kokonaisuutena suuret ja keskisuuret toimijat yhdessä kauppojen omien tuotemerkkien kanssa vastaavat arviomme mukaan noin 2/3 kokonaismarkkinasta. Loput on pienempien paikallisten toimijoiden hallussa.

## Markkinan isoimmat pelurit



# Toimiala ja kilpailu

## Pääomasijoittajien pelikenttä

Toimialalla synergiat ovat hyvin selkeitä ja suuremmat volyymit tarjoavat mittakaavaetuja sekä neuvotteluvoimaa isoja kauppvoja vastaan. Vahvat paikalliset brändit tarjoavat isommille toimijoille houkuttelevia mahdollisuuksia viedä niitä oman jakelun läpi laajempaan levitykseen.

Pääomasijoittajien omistamat kalastusväilyhtiöt ovat viime vuosina olleet vetovastuussa markkinan konsolidoinnissa ja odotamme kehityksen jatkuvan. Myös kauppahinnat ovat nousseet paikoin korkeiksi. Pörssi-yhtiö Newell Brands myi Pure Fishingin 2018 marraskuussa yhdysvaltalaiselle pääomasijoittajalle Sycamore Partnersille. Pure Fishing myytiin 1,3 miljardin dollarin velattomalla hinnalla, jolloin EV/S-kertoimeksi tuli korkea 2,4x. Myös sen jälkeen yhtiö on hankkinut omistukseensa Fin-Norin ja Van Staalin, Plano Synergyn ja viimeksi tanskalaisen Svendsen Sportin. Kauppahintoja ei julkistettu, mutta viimeisimmän Svendsen Sportin kauppahinta nousi noin miljardiin tanskan kruunuun (EV/S yli 2x) nimettömän lähteen perusteella (Refinitiv). Vuonna 2015 Maj Invest oli hankkinut enemmistön Svendsenistä myös noin EV/S 2x-kertoimella.

Yhdysvaltalainen Rather Outdoors (aik. LEW's) on ollut markkinan toinen konsolidaattori pääomasijoittajalle BDT Capitalin tukemana. Yhtiö osti vuonna 2017 mm. Strike King-brändin, jonka uistimet ovat Rapalan jälkeen toiseksi myydyin kovien uistinten brändi USA:ssa. Yhtiö hankki myös vuonna 2019 brittiläisen Fox Internationalin

pääomasijoittajilta 150 miljoonan punnan hintaan. Fox oli ennen yritysostoa kasvanut mallikkaasti orgaanisesti ja epäorgaanisesti ja hankkinut aiemmin mm. 2016 Salmo-brändin. Foxin tarkkoja lukuja ennen transaktiota ei ole saatavilla, mutta arvioimme EV/S-kertoimen liikkuneen 2-3x välillä sen 2015 liikevaihdon (30 M£) perusteella. Rather Outdoor osti myös 2021 Zebco-brändin jolloin se laajentui voimakkaasti vapoihin ja keloihin.

## Myös Rapala on mahdollinen yritysostokohde

Rapala on ollut alalla aiemmin aktiivinen konsolidaattori (kts. s. 18). Viime vuosina yhtiö on kuitenkin tehnyt yritysostoja hyvin rajallisesti ja ne ovat keskittyneet vapa- ja kelaportfolion rakentamiseen (2019: 13 Fishingin brändi ja 2020 Okuma-brändin hankinta Euroopassa ja Venäjällä). Uskomme yhtiön fokuksen olevan myös tällä hetkellä enemmän orgaanisessa kasvussa, mutta mm. Okuman koko liiketoiminnan osto voisi tulla kyseeseen, sillä se loisi näkemyksemme mukaan selvää arvoa molemmille yhtiöille.

Myös Rapala on mahdollinen yritysostokohde ja [Pure Fishingin](#) omistaja on jo ilmoittautunut ostajakandidaatiksi hankittuaan Rapalasta 19,2 %:n omistuksen helmikuussa 2021 pitkäaikaiselta omistajalta Sofinalta. Arviomme mukaan ostotarjous koko Rapalasta riippuu pääomistajasta VMC:n tahtotilasta, mihin meillä ei ole näkyvyyttä. Edellä käytyjen esimerkkien perusteella kauppahinnalla olisi kuitenkin edellytyksiä nousta nykyistä markkina-arvoa selvästi korkeammalle, sillä Rapalan nykyinen 2021 EV/S-kerroin on noin 1x.

## Pure Fishing yritysostoja



- Fin-Nor (2019)
- Van Staal (2019)
- Plano Synergy (2020)
- Svendsen Sport (2021)

## Rather Outdoors yritysostoja



- Strike King (2017)
- Fox International (2019)
- Zebco (2021)

## Rapala yritysostot **Rapala**

- 13 Fishing (2019)
- Okuma-brändi Euroopassa ja Venäjällä (2021)
- Shimanon Venäjän ja Itä-Euroopan vähemmistöosuudet (2021)

# Taloudellinen tilanne ja tase

## Tuloskunnan kohotus on toiminut

Rapalan taloudelliset tavoitteet liittyvät sen pääomarakenteeseen ja rahoittajien edellyttämiin kovenantteihin:

- Nettovelkaantumisaste alle 150 %
- Nettovelka/EBITDA (rullaava 12kk, ei IFRS 16) alle 3,8x

Rapalan nettovelkaantumisaste on myös vaikeina vuosina pysynyt selvästi alle enimmäistason ja on nykyisellään 51 % (kts. historiallinen kehitys seuraavalta sivulta). Heikompien vuosien aikaan Rapala tuskaili kuitenkin jälkimmäisen eli velanhoitokykyyn liittyvän kovenantin kanssa. Nykyisellään suhde on kuitenkin laskenut vain 1,6x:ään, kun tuloskunnossa on nähty selkeä tasonnosto. Nykyinen tase ja tuloskunto antavat Rapalalle selvästi aiempaa enemmän liikkumavaraa matalakorkoisen lisävelan ottoon ja siksi myös 25 MEUR:n hybridilaina kyettiin lunastamaan pois marraskuussa 2021.

## Pitkäaikaisessa omaisuudessa ei isoja muutoksia

Pitkäaikaisen varallisuuden osalta Rapalan merkittävimmät omaisuuserät liittyvät aineettomaan omaisuuteen, jonka osuus yhtiön varoista oli 2021 taseessa noin 81 MEUR. Se koostuu noin 49 MEUR:n arvosta liikearvoa ja 32 MEUR:n arvosta tavaramerkkejä johtuen historiallisista yritysostoista. Liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä Rapalan omaa brändiä, jonka arvo on näkemyksemme mukaan jo itsessään selvästi taseeseen kirjattua aineetonta omaisuusmassaa korkeampi. Näin ollen liikearvo

ja tavaramerkit eivät sisällä mielestämme merkittävää alaskirjausriskiä.

Liiketoiminnan pitkäaikaiset aineelliset omaisuudet ovat 24 MEUR (mm. koneet ja kalusto) ja sen lisäksi taseessa on IFRS 16-vuokravastuisiin liittyviä käyttöomaisuuseriä noin 11 MEUR:lla. Pitkäaikaiset korolliset saamiset taseessa olivat 7,6 MEUR liittyen DQC:lle vähemmistön hankinnan yhteydessä annettuihin lainoihin ja osuudet osakkuus- ja yhteisyrityksissä rivillä (3,6 MEUR) näkyy DQC:hen tehty sijoitus. Muilta osin pitkäaikainen varallisuus koostuu lähinnä verosaamisista (10,5 MEUR).

## Varastot laskeneet selvästi huippuvuosista

Lyhytaikaisen varallisuuden osalta ylivoimaisesti suurin omaisuuserä on vaihto-omaisuus, jonka määrä 2021 lopussa oli 86 MEUR (29 % liikevaihdosta). Varastot nousivat hieman edellisvuodesta, mutta yhtiön mukaan tämä oli tietoinen valinta ja varasto on erittäin kuranttia. Varastoa on kasvatettu korkean kysynnän kategorioissa sekä Okuma-myyntien alkamisen myötä. Rapala sai purettua varastojaan tehokkaasti etenkin 2020 kalastusbuumin aikana, kun alaa vaivasivat saatavuushaasteet. Odotamme ennusteissamme varastojen laskevan noin 27 %:n suhteeseen liikevaihdosta strategian edetessä vielä tuotenimikkeiden karsinnan osalta.

Vaihto-omaisuuden lisäksi myyntisaamiset ovat toinen merkittävä erä yhtiön lyhytaikaisessa varallisuudessa. 2021 lopussa myyntisaamiset olivat 63 MEUR (21,6 % liikevaihdosta). Odotamme suhteen pysyvän lähellä nykytasoaan.

Näkemyksemme mukaan myyntisaamisten tasossa ei ole pitkällä tähtäimellä juuri parannusvaraa, kun huomioidaan yhtiön suurten asiakkaiden neuvotteluvoima.

Yhtiöllä oli myös 28 MEUR rahavaroja taseessa hyvän rahavirran tukemana ja yhtiö kykenee sen turvin jälleen palaamaan osingonmaksuun kahden väli vuoden jälkeen.

## Omassa pääomassa muutoksia

Rapalan oma pääoma 2021 lopussa 139 MEUR (2020: 143 MEUR). Edellisestä vuodesta oman pääoman sisältä ovat poistuneet sekä Shimanon vähemmistöosuus (5 MEUR) että 25 MEUR:n hybridilaina tehdyn yrityskaupan ja hybridilainan lunastamisen myötä. Tältä osin Rapalan oma pääoma kuuluu siten nykyisin kokonaisuudessaan myös Rapalan omistajille.

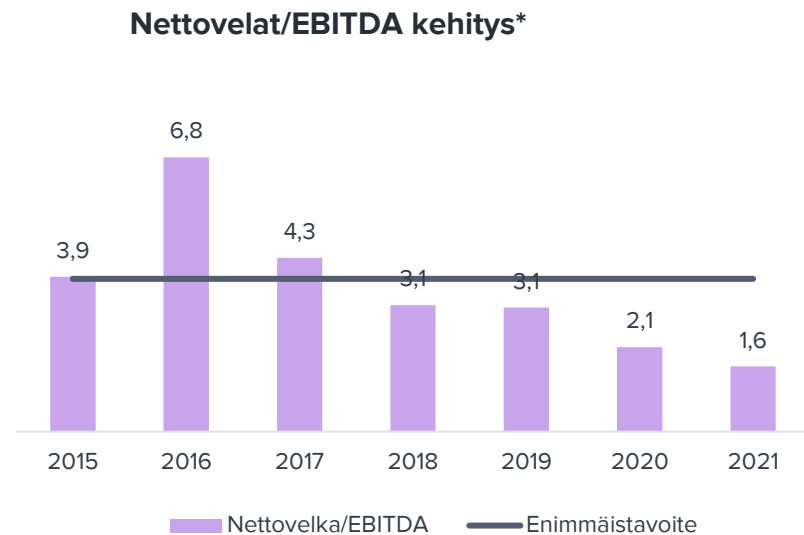
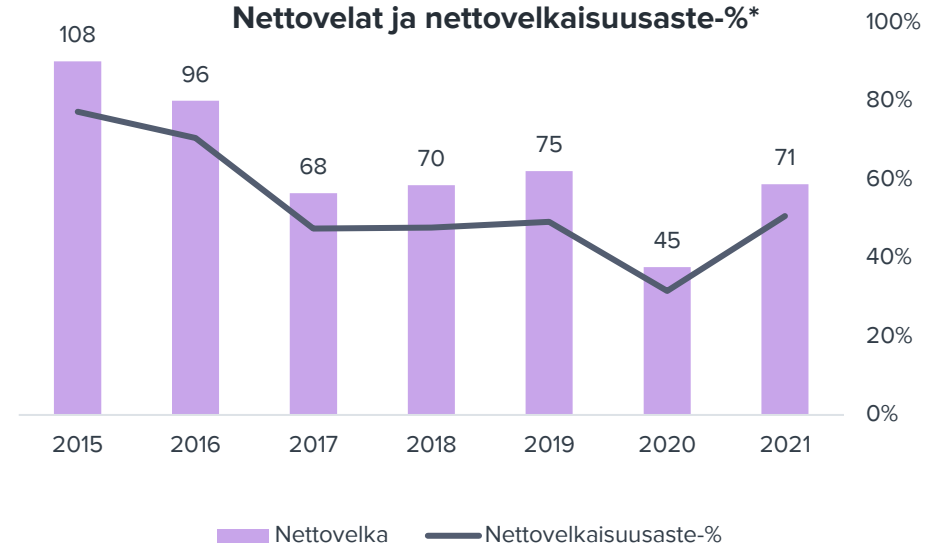
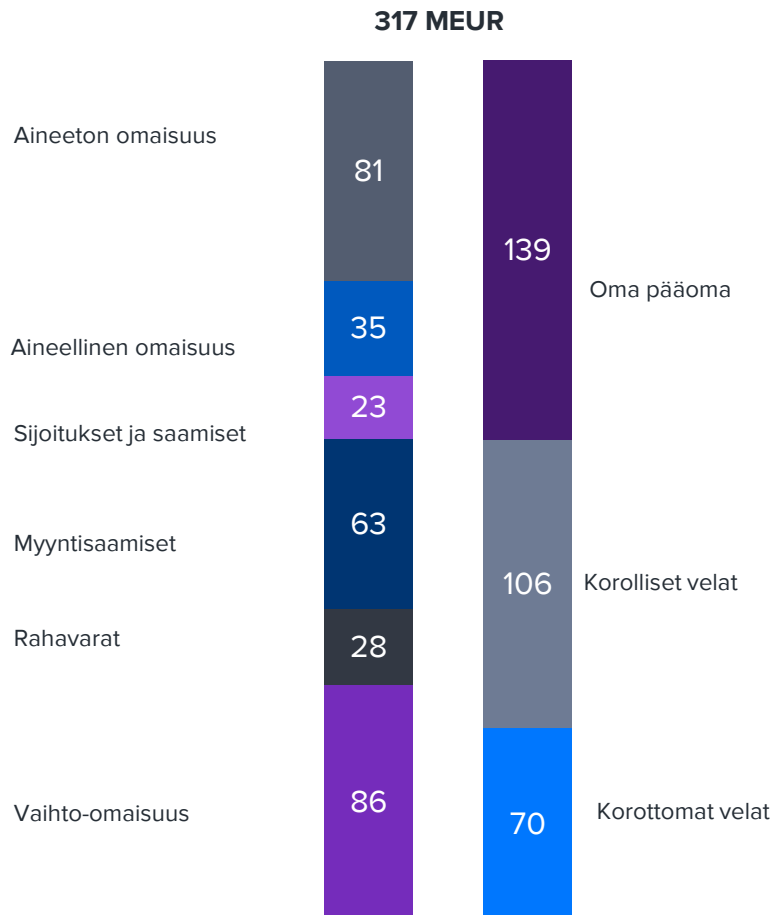
## Vieeraan pääoman hinta laskenut

Yhtiöllä on korollista vierasta pääomaa taseessaan noin 106 MEUR:lla, mikä sisältää noin 11 MEUR leasing-velkaa liittyen IFRS 16 vuokravastuisiin. Vuonna 2021 keskiporko Rapalan pitkäaikaisissa korollisissa pankkilainoissa oli 1,3 % ja lyhytaikaisissa 1,0 % ja yritystodistusohjelmassa 0,6 %. Korkotasot ovat laskeneet taseen vahvistumisen myötä takavuosisista (2019: lainojen korko n. 3 %). IFRS 16 leasingveloissa laskennallinen korko oli 4,1 % vuonna 2021.

Korottomia ostovelkoja yhtiöllä oli 2021 lopussa 57 MEUR eli noin 20 % liikevaihdosta. Odotamme tason säilyvän myös tulevana vuosina.

# Taloudellinen tilanne

## Taserakenne, 2021



Lähde: Inderes, Rapala 2021 aikana lunastama \*25 MEUR:n hybridilaina (vuosina 2017-2020) laskettu tilinpäätösstandardien mukaisesti kuuluvaksi omaan pääomaan, mikä parantaa taseen tunnuslukuja rahoittajien näkökulmasta, vaikka osakkeenomistajan näkökulmasta hybridilaina on korollista velkaa



# Ennusteet

## Ennustamisessa on omat erityispiirteensä

Rapala ohjaa sijoittajien odotuksia ohjeistamalla vain kuluvan vuoden tulostaan. Ohjeistusta antaessaan Rapalalla on tyypillisesti hyvä näkyvyys ennakkotilauksen määrään. Ennakkotilaukset ovat tilauksia, jotka Rapala saa asiakkailta jo ennen kautta ja ne kirjataan myynniksi kun ne toimitetaan. Kaupat tekevät ennakkotilaukset omien kysyntäennusteiden ja varastotilanteidensa perusteella. Tämän lisäksi kauden aikana Rapala saa kaupoilta täydennystilauksia, jotka riippuvat enemmän kyseisen kauden kuluttajakysynnästä, joka on sääriippuvaista. Suhteessa taloussykleihin Rapalan tuotteiden kysyntä on hyvin defensiivistä.

Rapala raportoi vain puolivuositilauksina. Viime vuosina H1- ja H2-raporttien välillä on nähty merkittäviä heilahduksia myynnissä, sillä tärkeä ”makean veden kalastuksen” täydennystilauksen myynti-ikkuna sijoittuu kesään. Isot tilaukset voivat tulla sisään jo kesäkuun puolella, kuten kävi vuonna 2021, kun isot kaupapaketit varmistelivat saatavuuttaan pandemian aiheuttamassa kysyntäpiikissä. Vuonna 2019 tilanne oli vastakkainen ja silloin tärkeät tilaukset toimitettiin vasta heinäkuun puolella, kun etenkin iso asiakas USA:ssa tiukensi varastonhallintaansa.

Pääsääntönä Rapalan myynnissä ja tuloksessa on kuitenkin se, että H1 on kausiluontoisesti selvästi parempi, kun etenkin pohjoisella pallonpuoliskolla korkean myyntikatteen kalastusvälineistä noin 2/3 hankitaan ensimmäisen 6 kuukauden aikana. Matalampikatteisessa talviturheilussa ja jääkalastuksessa puolestaan suurin osa myynnistä on H2:lle ajoittuvia ennakkotilauksia ja jos

edellinen talvi on ollut heikko näkyy se vasta seuraavan vuoden ennakkotilauksissa, kun kauppojen varastot ovat jääneet täyteen.

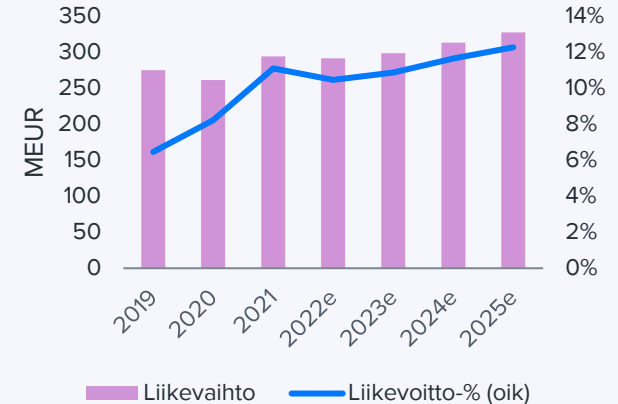
## Kuluvan vuoden ennusteet

Rapala ohjeistaa 2022 vertailukelpoisen liikevoiton olevan samalla tasolla kuin edellisenä vuonna, jolloin Rapalan liikevoitto kasvoi noin 50 %:lla 32,7 MEUR:oon. Olemme laskeneet 2022 liikevoiton (vrt.) ennustettamme noin 2 MEUR:illa 30,5 MEUR:oon (ebit 10,5 %), sillä Venäjän hyökättyä Ukrainaan olemme leikanneet Venäjän myynnin ennusteitamme tuntuvasti. Viime vuonna Venäjän jakeluyhtiö teki 12,7 MEUR:n liikevaihdon ja 2,4 MEUR:n nettotuloksen, mutta silloin myynti sisälsi vielä Shimano-myyntiä, jota oli tänä vuonna tarkoitus korvata Okuma-myyntillä.

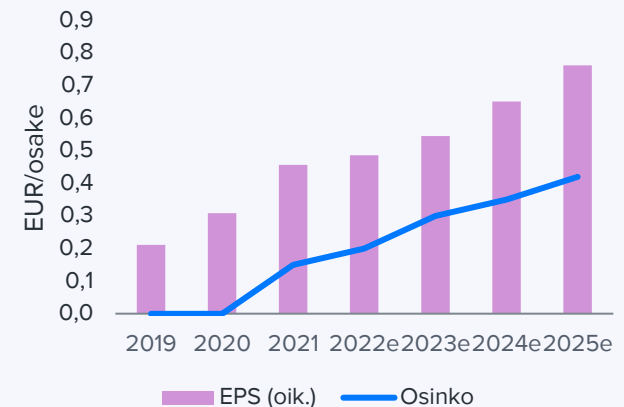
Näemme myös riskin sille, että Venäjän operaatioista voisi tulla vielä mittaluokaltaan noin 10 MEUR:n alaskirjaus, mutta isossa kuvassa taseen riskit ovat hallinnassa. Rapalalla on Karjalan Sortavalassa myös noin 100 henkilöä työllistävä tehdas, jossa suoritetaan uistintuotannon manuaalinen vaihe (pintakäsittely). Keskeneräiset uistimet tuodaan Vääkysystä, Sortavalaan ja ne jatkavat sen jälkeen Pärnuun, jossa tuotteet viimeistellään. Mikäli konflikti sulkisi Venäjän rajan pitäisi tämä tuotantovaihe siirtää muualle ja se voisi sotkea operaatioita hetkellisesti.

Vaikka ennusteessamme 2022 liikevoitto ei kasva, kasvaa osakekohtainen tulos, sillä vähemmistön osuutta tai hybridin korkoja ei tarvitse enää maksaa. 2022 oikaistu EPS tulosten nusteemme on 0,49 euroa/osake (2020: 0,46 euroa/osake).

## Liikevaihto ja EBIT-%



## Osakohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet

## Pidemmän ajan ennusteet

Rapala ei ole antanut pidemmän ajan taloudellisia tavoitteita ulospäin. Olemme kuitenkin hyvin luottavaisia, että yhtiö on viime vuosina mennyt oikeaan suuntaan (kts. strategiaosio) ja tämä näkyy tuloskasvuna myös pidemmällä aikavälillä.

Yhtiön 10 MEUR:n saneerausohjelman vaikutukset näkyivät käsityksemme mukaan Rapalan 2021 tuloksessa täysimääräisesti. Tämä kulujen tehostuminen on paikannut arviomme mukaan suurin pirtein Shimanon ja muun 3rd party (mm. metsästys) myynnin päättymisen synnyttämän loven liikevoitossa. Vuonna 2019 Rapalan liikevoitto (vrt.) 17,9 MEUR, kun kummankaan edellä mainitun tekijän vaikutuksia ei ollut vielä näkyvissä. 2021 liikevoitto (vrt.) oli noussut 32,7 MEUR:oon, mutta tässä oli näkemyksemme mukaan myös kalastusbuumin tuomaa ylimääräistä hyvää.

Saneerausohjelman jälkeen yhtiö pyrkii nykyisessä strategiansa vaiheessa saamaan synergististä kasvua aikaan. Kasvuprojektien onnistuessa on Rapalalla edellytykset nousta lähemmäs parhaiden verrokkien kannattavuustasoja (EBIT: 15 -20 %).

Strategian toteuttaminen tukee ennusteissamme tuloskasvua asteittain vuosien 2022-25 välillä, mutta samaan aikaan odotamme vuosien 2022-2023 aikana kalastusbuumin heikkenemisen luovan markkinaa vastatuulta. Arviomme mukaan markkinan koko jää silti selvästi yli 2019 tason mm. lisääntyneiden vapaa-ajan veneiden tukemana.

Tällä hetkellä ennustamme Rapalalle vuosien

2022-2025 välille noin 3 %:n myynnin kasvua (CAGR). Myyntiennusteen sisällä on huomioitava, että myynnin rakenne ja myyntikate paranevat, kun omien tuotteiden myynti kasvaa 6 % (CAGR) ja 3rd party myynnin määrä laskee. Liikevoiton osalta ennustamme yhtiön yltävän vuonna 2025 13 %:n liikevoittomarginaaliin (2021 11,1 %). Tämä tarkoittaa 40 MEUR:n liikevoittoa (2021: 32,7 MEUR).

Seuraavaksi katsotaan tarkemmin mistä strategisista projekteista odotamme selvintä kannattavaa kasvua lähivuosina.

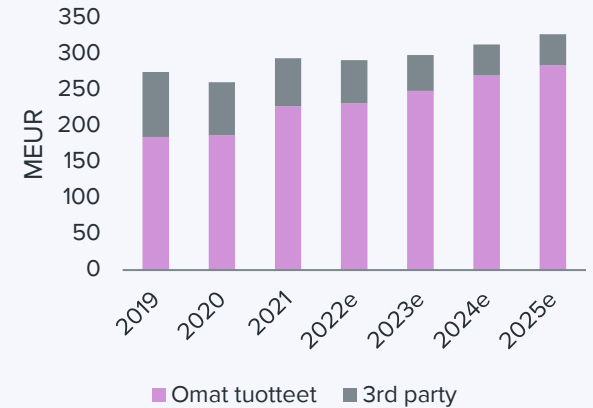
## Vapa ja kela-myyntin ylösajossa isoin potentiaali

Ennustamme Okuma-myyntin saavuttavan Rapalan aiemmin jakeleman Shimano-myyntin tason (n. 30 MEUR) vuoteen 2025 mennessä. 13 Fishingin osalta ennustamme myynnin yltävän noin 10 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä.

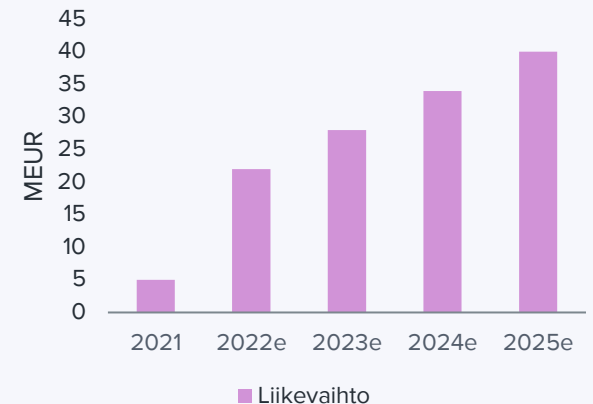
Vapa ja kela-kategorian myyntikatteet ovat arviomme mukaan keskimäärin noin 40 %. Myynnin kasvun operatiivinen vipuvaikutus on vahva, kun lisämyyntiä saadaan aikaan olemassa olevan laajan jakeluverkoston kautta. Vapa- ja kelamyynnin kasvu on erityisen synergististä myös siitä syystä, että se ei kannibalisoi uistinten tai muiden tuoteryhmien myyntiä.

Rapala panostaa myös etenkin Okuma-brändin kehittämiseen isolla markkinointibudjetilla, mikä tuo lähivuosina myös lisäkustannuksia muihin kuluihin. Kokonaisuutena odotamme vapa-kela kategorian tuovan noin 10 MEUR:n lisäliikevoiton vuonna 2025 verrattuna vuoden 2021 tasoon.

## Omat tuotteet ja 3rd party



## Vapa- ja kelakategoria



# Ennusteet

## Rapala brändin potentiaalın täysi hyödyntäminen

Konsernin fokus on yhä enemmän lippulaiva-brändi Rapalan hyödyntämisessä ja uskomme tämän strategian kantavan hedelmää myös liikevoittorivillä. Tarkkaa positiivista vaikutusta Rapalan piilevän brändiarvon hyödyntämisessä on tässä kohtaa vaikea antaa. Ennusteissamme olemme odottaneet tästä karkeasti noin 5 MEUR:n positiivisen vaikutuksen liikevoittoriville vuosien 2022-2025 välillä. Tämä sisältää:

- 1) Parantuva hinnoitteluvoima ja sen mukanaan tuomat paremmat katteet
- 2) Tuotenimikkeiden (SKU) määrien karsimisen, mikä tukee osaltaan organisaation kustannustehokkuutta.
- 3) Myös verkkomyynniltä odottamamme kasvu sisältyy tähän, sillä uskomme kuluttajien valitsevan verkossa juuri tutun ja luotetun Rapala-brändin

## Keski-Euroopan oman jakelun ylösajo

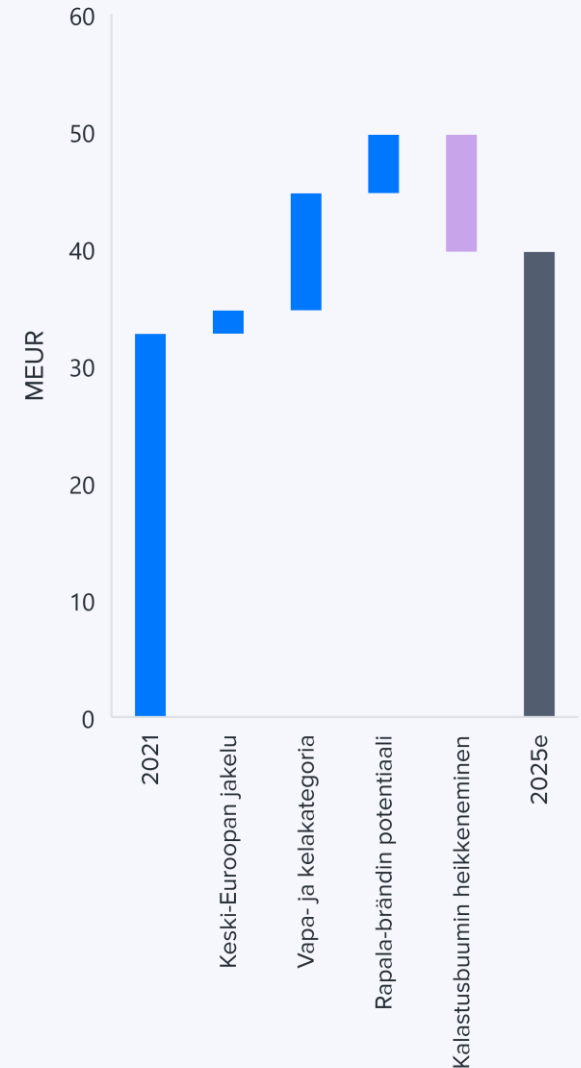
Shimano jakeli aiemmin Rapalan tuotteita yksinoikeudella Saksassa, Hollannissa, Belgiassa, Luxemburgissa, Italiassa ja Iso-Britanniassa. Näkemyksemme mukaan Shimanon myyntimäärät Rapalan tuotteiden osalta näissä maissa ovat olleet suhteettoman pieniä (yhdistetty liikevaihto Rapalalle alle 25 MEUR). Rapala alkoi jaella näihin maihin itse omia tuotteitaan 1.4.2019 lähtien.

Täysin tyhjästä jakelua ei tarvinnut polkaista käyntiin, sillä yhtiöllä on ollut jo omaa jakelua Isossa-Britanniassa karpin kalastuksen osalta sekä

Keski-Euroopan maissa ainakin VMC-koukkujen osalta. Shimanon jakelufilosofia on Rapalan jakelufilosofiaan nähden käsityksemme mukaan hyvin erilainen, sillä Shimanon filosofiassa vapoja ja keloja myydään paljon suppeammassa määrässä urheilukauppoja ja kalastusliikkeitä, mitä Rapalalla on ollut tapana. Arvioimme Rapalalla olevan hyvät mahdollisuudet myynnin kasvatuksen myös uusien asiakkaiden parissa näissä maissa, kun muilla alueilla kasvu tulee enemmän nykyisten asiakkaiden sisältä.

Arvioimme Keski-Euroopan jakelun omiin käsiin ottamisen tuovan vuosien 2021-2025 välillä vielä noin 10-20 MEUR:n lisämyynnin ja 2 MEUR:n liikevoiton ilman vapojen ja kelojen vaikutusta, joiden vaikutuksen huomioimme jo erikseen.

Liikevoiton (vrt.) parannus 2021-2025e



# Arvonmääritys ja suositus

## Rapala hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

Rapalan oikaistut tuloskertoimet 2022e P/E 15x ja EV/EBIT 11x ja 2023e P/E 13x ja EV/EBIT 10x.

Mielestämme markkina-arvoon ja Rapalan omistajille kuuluvaan nettotulokseen perustuvat P/E-kertoimet ovat paras mittari kuvastamaan Rapalan arvostustasoa. P/E-kertoimet huomioivat Rapalassa viime vuosina tapahtuneen käänteen kokonaisvaltaisesti johon kuuluvat:

- 1) veroasteen lasku Batamin tappioiden poistumisen myötä
- 2) vähemmistöosuuden poistuminen Shimanon vähemmistöosuuksien oston myötä
- 3) velkojen korkokulujen pienenemisen yhtiön velanhoitokyvyn parannuttua.

Myös EV/EBIT-kertoimet ovat osin käyttökelpoisia, sillä ne huomioivat hyvin yhtiön viime vuosina laskeneen velkalastin varastojen pientymisen myötä, mutta liikevoiton alapuolisten rivien positiivista kehitystä ne eivät huomioi kunnolla.

## Arvostus maltillinen suhteessa historiaan

Rapalan tulos pohjainen arvostus on lähivuosina edelleen maltillinen verrattuna historiallisiin tasoihin. Rapalan historiallinen arvostus (P/E-kerroin) on toteutuneella tuloksella liikkunut 13-30x välillä keskiarvon oltua 17x. Nykyisellä osakekurssilla arvostus toteutuneella tuloksella on 16x (2021 P/E-kerroin). Nykyinen arvostus on alle historiallisten tasojen. Arvostus on myös erityisen maltillinen, kun huomioidaan yhtiön operaatioiden

ja track-recordin selkeä parantuminen nykyisen johdon alaisuudessa. Niiden ansiosta myös tuloskasvunäkymä on selvästi takavuosia parempi, mikä tukee arvostusta verrattuna historiaan.

## Suhteellinen alennus sulanut pois

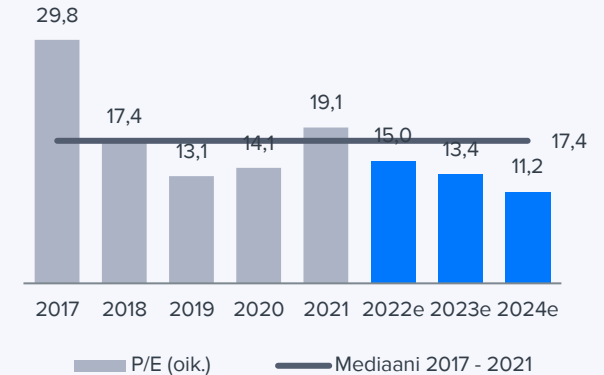
Rapalaa hinnoitellaan tulos pohjaisesti nyt linjassa verrokkiryhmämme, joka on muodostettu defensiivisistä kuluttajabrändiyhtiöistä.

Aiempi selvä alennus (-25 %) verrokkeihin on siten sulanut edellisestä helmikuun päivityksestä. Tämä on johtunut etenkin verrokkien laskeneista arvostustasoista ja samalla Rapalan osakekurssi on hieman noussut huolimatta lievästi laskeneista tulosennusteistamme (Venäjän markkina).

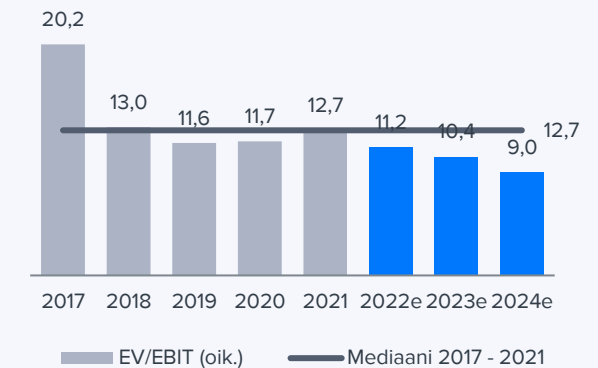
## DCF viestii nousuvarasta

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 9,7 euroa. Myös se kertoo selvästä nousuvarasta osakkeessa, joskin myös se on herkkä oletuksille. DCF kuvaa tilannetta, jossa yhtiön tulostasoa saadaan kestävästi nostettua liikevoiton osalta 13,0 %:iin, mikä on ennustamamme kannattavuus vuoden 2025 jälkeen (2021 11,1 %). Rapalalle laskelmassa käyttämämme oman pääoman kustannus on 9,3 % ja kokonaispääoman kustannus WACC-% 7,8 %. Käyttämämme oman pääoman kustannus on jonkin verran korkeammalla, mitä defensiivisille kuluttajabrändiyhtiöille yleisesti käytetään. Kalastusbuumin heikkenemisen vaikutukset Rapalaan nostavat etenkin lyhyen aikavälin ennusteriskejä.

P/E (oik.)



EV/EBIT



# Arvonmääritys ja suositus

## Osaketuoton ajurit

Rapalan oman historiallisen arvostuksen sekä verrokkien arvostuksen perusteella Rapalalle hyväksyttävä eteenpäin katsova P/E-kerroinhaarukka voisi mielestämme liikkua noin 15x-20x välillä. Tällä hetkellä haarukan alareuna on selvästi realistisempi arvio ja markkinat tarvitsevat vielä ehjiä puolivuotiskausia ennen kuin luottamus yhtiön kestävään tasonnostoon voi vahvistua.

Näemme kuitenkin realistisen skenaarion sille, että arvostuskerroin voisi venyä lähivuosina haarukan yläpäähän markkinan luottamuksen vahvistuessa Rapalan omaa tekemistä kohtaan.

Verrokkiryhmämme eliittiin kuuluvaa Shimanoa hinnoitellaan nyt 2022 P/E-kertoimella 23x sen erinomaisten historiallisten näyttöjen ansiosta. Globberide (Daiwa) hinnoitellaan puolestaan vain P/E-kertoimella 7x, sillä sen tuloskehitys oli ennen kalastusbuumin alkamista pitkään hyvin vaisua. Markkinat eivät selvästikään usko yhtiön noin 100 %:n nettotuloskasvun verrattuna pandemiaa edeltäneeseen aikaan olleen kestäväää.

Olemme hahmotelleet Rapalan osaketuoton ajureita sivupalkin graafissa, mikäli yhtiö etenee ennusteidemme mukaan. Kokonaistuotto osakkeelle vuosien 2021-2025 välillä muodostuu nykytilanteessa kertoimien asteittaisesta noususta, 13 %:n tuloskasvusta (CAGR) sekä 2-4 %:n osinkotuotosta. Kuluvana vuonna tuloskasvu on tätä hitaampaa ennusteessamme Venäjän ennusteiden selvän laskun myötä. Tästä syystä pidempi perspektiivi tarjoaa arviomme mukaan

paremman tuotto-odotuksen (n. 20 %/CAGR) kuin kuluva vuosi (10 %/v). Ennusteidemme mukaan Rapalan osakekohtainen tulos nousee vuonna 2025 0,76 euroon/osake. Se tarkoittaisi 20x P/E-kertoimella reilua 15 euron osakekohtaista hintaa.

## Omaan tekemiseen liittyvät riskit pienentyneet

Vastapainona vahvalle tuotolle ovat maltilliset riskit, joista tärkeimmät liittyvät yhtiön ulkopuolisiin tekijöihin. Näitä ovat kalastusbuumin hidastumisen vaikutus tuotteiden lähivuosien kysyntään sekä Venäjän hyökkäyksen nostama epävarmuus alueen operaatioita kohtaan. Myös sääolosuhteen vaikuttavat loppukysyntään vuosien välillä. Luottamuksemme yhtiön omaan tekemiseen on kuitenkin noussut, mikä pienentää positiiviseen tuloskehitykseen liittyvä epävarmuutta.

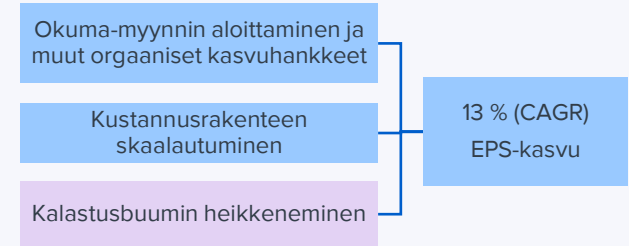
## Ostotarjous on positiivinen optio sijoittajalle

Muistutamme sijoittajille myös, että vahvojen brändien arvon purkautumiselle on strategian onnistuneen toteutuksen ohella edelleen myös potentiaalinen toinen reitti Rapalan kilpailijan (Pure Fishing) ostettua aiemmin 19,2 %:n osuuden yhtiöstä. Myös tässä skenaariossa ostotarjouksen arvon lähtökohta olisi mielestämme alan transaktioiden taso eli noin EV/S 2x, mikä tarkoittaa noin 14 eur/osake hintaa. Samaan hengenvetoon toteamme, että meillä ei ole näkyvyyttä siihen, onko pääomistaja VMC halukas myymään yhtiötä. Pure Fishing osti hiljattain Rapalan kilpailijan, tanskalaisen Svendsen Sportin, mikä kertoo ainakin siitä, että ostaja on hyvin aktiivinen.

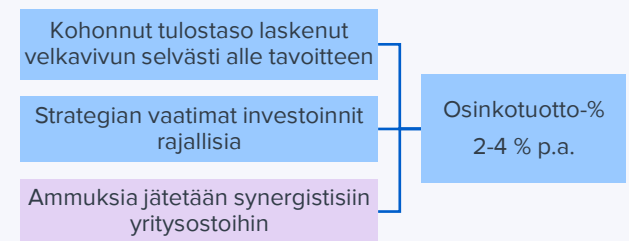
## Osaketuoton ajurit 2021-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

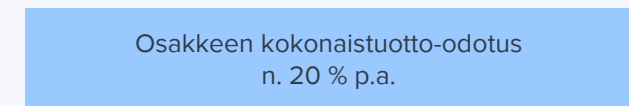
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvostustaulukko

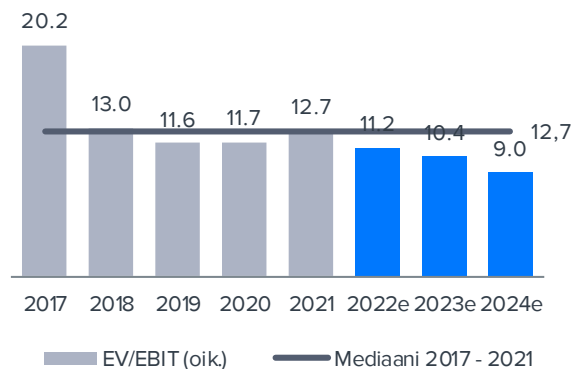
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,45	3,05	2,77	4,36	8,72	<b>7,30</b>	<b>7,30</b>	<b>7,30</b>	<b>7,30</b>
Osakemäärä, milj. kpl	38,3	38,3	38,3	38,6	38,6	<b>38,6</b>	<b>38,6</b>	<b>38,6</b>	<b>38,6</b>
Markkina-arvo	132	117	106	168	337	<b>282</b>	<b>282</b>	<b>282</b>	<b>282</b>
Yritysarvo (EV)	232	216	207	252	415	<b>341</b>	<b>338</b>	<b>329</b>	<b>316</b>
P/E (oik.)	29,8	17,4	13,1	14,1	19,1	<b>15,0</b>	<b>13,4</b>	<b>11,2</b>	<b>9,6</b>
P/E	71,9	24,3	29,6	>100	19,8	<b>15,0</b>	<b>13,4</b>	<b>11,2</b>	<b>9,6</b>
P/Kassavirta	4,9	neg.	11,4	3,3	>100	<b>11,1</b>	<b>21,6</b>	<b>12,7</b>	<b>9,7</b>
P/B	1,0	0,8	0,7	1,2	2,4	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
P/S	0,5	0,4	0,4	0,6	1,1	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8	1,0	1,4	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
EV/EBITDA (oik.)	14,7	9,7	8,0	10,2	9,0	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>
EV/EBIT (oik.)	20,2	13,0	11,6	11,7	12,7	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>9,0</b>	<b>7,5</b>
Osinko/tulos (%)	83,3 %	47,9 %	0,0 %	0,0 %	34,0 %	<b>41,1 %</b>	<b>55,0 %</b>	<b>53,8 %</b>	<b>55,1 %</b>
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	<b>2,7 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>5,8 %</b>

Lähde: Inderes

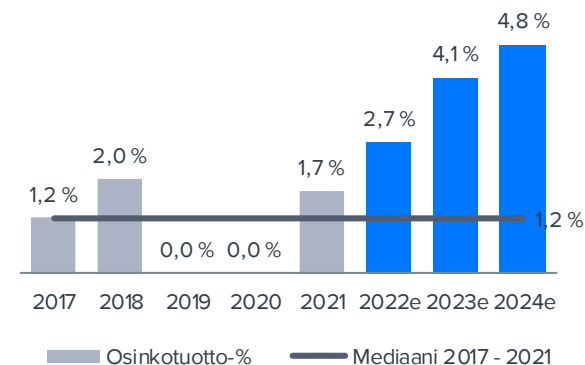
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Globeride Inc	2564,00	469	522			4,8	4,6	0,6		6,7	6,9	1,7	1,7	1,7
Shimano Inc	26265,00	18507	15863			12,0	12,4	3,8	3,0	21,4	22,2	0,9	0,9	3,6
Fiskars Oyj Abp	20,50	1708	1857	11,7	11,2	8,7	8,3	1,5	1,0	13,1	12,4	4,0	4,3	2,0
Fenix Outdoor International AG	1022,00	1122	1104	11,0	9,6	7,3	6,6	1,6	1,0	16,5	14,4	1,8	2,5	2,9
Johnson Outdoors Inc	77,70	725	571					0,8		10,4	9,1			
Deckers Outdoor Corp	263,70	6606	5688	11,6	9,6	10,7	8,9	2,0	1,0	17,5	14,4			4,8
Callaway Golf Co	22,40	3807	4575	16,5	14,3	9,8	8,8	1,3	1,0	34,2	26,3		0,0	
361 Degrees International Ltd	3,90	970	436	2,8	2,4	2,8	2,5	0,5		9,9	8,4	4,5	4,7	0,9
Columbia Sportswear Co	87,20	5171	4348	9,7	9,0	7,8	7,4	1,3	1,0	15,3	13,8	1,3	1,5	2,5
Mizuno Corp	2055,00	404	278			4,6	3,9	0,2			11,5	2,4	2,4	0,5
Yonex Co Ltd	948,00	695	583			9,4	8,9	1,1	1,0	15,0	15,8	0,8	1,0	2,0
MIPS AB	743,60	1931	1892	45,8	36,0	44,6	35,2	24,4	19,0	59,8	47,2	0,9	1,1	25,5
<b>Rapala VMC (Inderes)</b>	<b>7,30</b>	<b>282</b>	<b>341</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>15,0</b>	<b>13,4</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,1</b>	<b>9,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>20,0</b>	<b>16,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>4,6</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,6</b>	<b>9,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>15,3</b>	<b>14,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-4 %</b>	<b>8 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>13 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>60 %</b>	<b>155 %</b>	<b>-18 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>117</b>	<b>144</b>	<b>261</b>	<b>160</b>	<b>135</b>	<b>294</b>	<b>159</b>	<b>133</b>	<b>292</b>	<b>299</b>	<b>314</b>	<b>320</b>
Konsernin omat tuotteet	78,3	109	188	121	107	228	124	108	232	249	271	276
Kolmansien osapuolten tuotteet	38,8	35,0	73,8	39,2	27,4	66,6	35,0	25,0	60,0	50,0	43,0	43,9
Eliminoinnit ja kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>6,8</b>	<b>17,9</b>	<b>24,7</b>	<b>33,9</b>	<b>12,1</b>	<b>46,0</b>	<b>29,1</b>	<b>11,3</b>	<b>40,5</b>	<b>42,7</b>	<b>47,0</b>	<b>52,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-7,6	-6,3	-13,9	-7,6	-6,3	-13,9	-5,0	-5,0	-10,0	-10,3	-10,4	-10,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>4,2</b>	<b>17,3</b>	<b>21,5</b>	<b>26,5</b>	<b>6,2</b>	<b>32,7</b>	<b>24,1</b>	<b>6,3</b>	<b>30,5</b>	<b>32,5</b>	<b>36,5</b>	<b>41,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,8</b>	<b>11,6</b>	<b>10,8</b>	<b>26,3</b>	<b>5,8</b>	<b>32,1</b>	<b>24,1</b>	<b>6,3</b>	<b>30,5</b>	<b>32,5</b>	<b>36,5</b>	<b>41,9</b>
Konsernin omat tuotteet	4,3	19,1	23,4	22,1	7,5	29,5	20,4	7,5	28,0	30,0	34,4	36,2
Kolmansien osapuolten tuotteet	-0,1	-1,8	-1,9	4,5	-1,3	3,2	3,7	-1,2	2,5	2,5	2,2	5,7
Eliminoinnit ja kertaerät	-5,0	-5,7	-10,7	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,9	-2,3	-4,2	-1,4	-2,7	-4,1	-2,2	-2,2	-4,4	-3,2	-3,0	-2,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-2,7</b>	<b>9,3</b>	<b>6,6</b>	<b>24,9</b>	<b>3,1</b>	<b>28,0</b>	<b>21,9</b>	<b>4,1</b>	<b>26,1</b>	<b>29,3</b>	<b>33,5</b>	<b>39,3</b>
Verot	-1,1	-2,1	-3,2	-6,9	-1,4	-8,3	-6,1	-1,2	-7,3	-8,2	-8,4	-9,8
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,5	-0,9	-1,1	-0,5	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>1,2</b>	<b>16,3</b>	<b>0,8</b>	<b>17,0</b>	<b>15,8</b>	<b>3,0</b>	<b>18,8</b>	<b>21,1</b>	<b>25,1</b>	<b>29,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,30</b>	<b>0,31</b>	<b>0,43</b>	<b>0,03</b>	<b>0,46</b>	<b>0,41</b>	<b>0,08</b>	<b>0,49</b>	<b>0,55</b>	<b>0,65</b>	<b>0,76</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,03</b>	<b>0,42</b>	<b>0,02</b>	<b>0,44</b>	<b>0,41</b>	<b>0,08</b>	<b>0,49</b>	<b>0,55</b>	<b>0,65</b>	<b>0,76</b>

Tunnusluvut	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%			-5,1 %	36,4 %	-6,7 %	12,6 %	-0,5 %	-1,4 %	-0,9 %	2,5 %	4,9 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-65,1 %	194 %	20,1 %	531,0 %	-64 %	52,0 %	-9,0 %	2,5 %	-6,8 %	6,6 %	12,5 %	14,7 %
Käyttökate-%	5,8 %	12,4 %	9,5 %	21,2 %	9,0 %	15,6 %	18,3 %	8,5 %	13,9 %	14,3 %	15,0 %	16,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,6 %	12,0 %	8,2 %	16,6 %	4,6 %	11,1 %	15,2 %	4,8 %	10,4 %	10,9 %	11,7 %	13,1 %
Nettotulos-%	-4,2 %	4,2 %	0,5 %	10,2 %	0,6 %	5,8 %	9,9 %	2,2 %	6,4 %	7,0 %	8,0 %	9,2 %

Ennustemuutokset	2022	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
<b>MEUR / EUR</b>			%			%			%
<b>Liikevaihto</b>	296	292	-2 %	304	299	-2 %	316	314	-1 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	32,7	30,5	-7 %	34,0	32,5	-5 %	36,8	36,5	-1 %
<b>Liikevoitto</b>	32,7	30,5	-7 %	34,0	32,5	-5 %	36,8	36,5	-1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	28,3	26,1	-8 %	30,8	29,3	-5 %	33,8	33,5	-1 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,53	0,49	-8 %	0,57	0,55	-5 %	0,66	0,65	-1 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %



# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>123</b>	<b>138</b>	<b>136</b>	<b>137</b>	<b>137</b>
Liikearvo	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1
Aineettomat hyödykkeet	22,1	31,7	31,6	31,5	31,4
Käyttöomaisuus	33,0	35,1	36,1	36,8	37,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	11,7	14,5	11,7	11,7	11,7
Muut sijoitukset	7,2	7,6	7,6	7,6	7,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>150</b>	<b>178</b>	<b>175</b>	<b>173</b>	<b>182</b>
Vaihto-omaisuus	68,8	86,2	84,6	80,7	84,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	53,0	63,5	62,9	64,5	67,7
Likvidit varat	27,9	27,8	27,6	28,2	29,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>273</b>	<b>316</b>	<b>311</b>	<b>310</b>	<b>319</b>

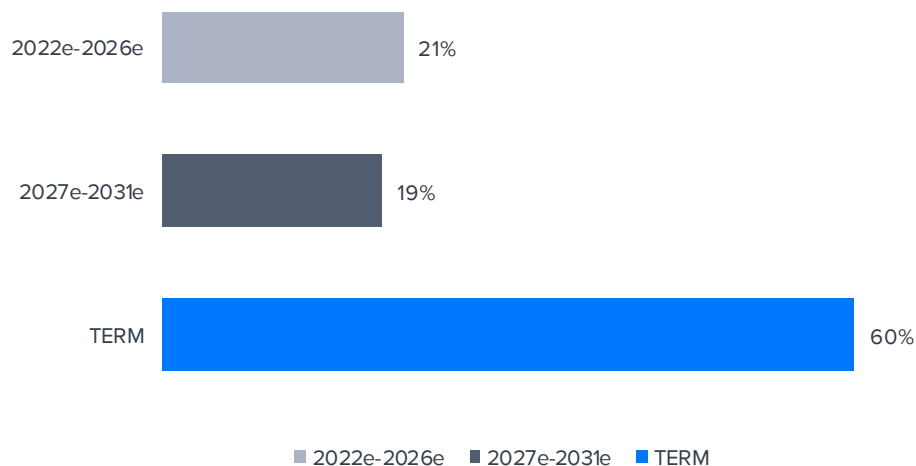
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>143</b>	<b>139</b>	<b>152</b>	<b>166</b>	<b>179</b>
Osakepääoma	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Kertyneet voittovarot	109	136	149	162	176
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>69,2</b>	<b>70,0</b>	<b>61,8</b>	<b>60,5</b>	<b>56,7</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	60,7	59,2	48,3	47,0	43,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	8,5	10,8	13,5	13,5	13,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>60,6</b>	<b>106</b>	<b>97,1</b>	<b>84,0</b>	<b>83,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	19,6	46,7	38,1	37,1	34,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	41,0	59,5	59,0	46,9	49,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>273</b>	<b>316</b>	<b>311</b>	<b>310</b>	<b>319</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>32,1</b>	<b>30,5</b>	<b>32,5</b>	<b>36,5</b>	<b>41,9</b>	<b>42,4</b>	<b>43,3</b>	<b>44,1</b>	<b>45,0</b>	<b>45,9</b>	<b>46,8</b>	
+ Kokonaispoistot	13,9	10,0	10,3	10,4	10,6	10,7	10,8	10,8	10,9	10,9	10,9	
- Maksetut verot	-8,3	-7,3	-8,2	-8,4	-9,8	-10,1	-10,4	-10,7	-11,0	-11,4	-11,7	
- verot rahoituskuluista	-1,3	-1,3	-1,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-9,4	1,6	-9,7	-4,8	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>27,1</b>	<b>33,6</b>	<b>23,9</b>	<b>33,0</b>	<b>39,9</b>	<b>40,4</b>	<b>41,1</b>	<b>41,7</b>	<b>42,4</b>	<b>43,0</b>	<b>43,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,3	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-26,0	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-11,1	-11,1	-11,1	-10,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,4</b>	<b>25,4</b>	<b>13,0</b>	<b>22,1</b>	<b>29,0</b>	<b>29,5</b>	<b>30,2</b>	<b>30,6</b>	<b>31,3</b>	<b>31,9</b>	<b>32,8</b>	
+/- Muut	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,3	25,4	13,0	22,1	29,0	29,5	30,2	30,6	31,3	31,9	32,8	573
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>24,0</b>	<b>11,4</b>	<b>18,0</b>	<b>21,9</b>	<b>20,6</b>	<b>19,6</b>	<b>18,4</b>	<b>17,5</b>	<b>16,5</b>	<b>15,7</b>	<b>275</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		459	435	424	406	384	363	343	325	307	291	275
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>459</b>										
- Korolliset velat		-105,9										
+ Rahavarat		27,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>375</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,7</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,8 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	275,4	261,3	294,3	<b>291,7</b>	<b>298,9</b>	EPS (raportoitu)	0,09	0,03	0,44	<b>0,49</b>	<b>0,55</b>
Käyttökate	26,0	24,7	46,0	<b>40,5</b>	<b>42,7</b>	EPS (oikaistu)	0,21	0,31	0,46	<b>0,49</b>	<b>0,55</b>
Liikevoitto	13,4	10,8	32,1	<b>30,5</b>	<b>32,5</b>	Operat. kassavirta / osake	0,69	1,39	0,70	<b>0,87</b>	<b>0,62</b>
Voitto ennen veroja	9,8	6,6	28,0	<b>26,1</b>	<b>29,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,24	1,32	0,06	<b>0,66</b>	<b>0,34</b>
Nettovoitto	3,6	1,2	17,0	<b>18,8</b>	<b>21,1</b>	Omapääoma / osake	3,84	3,57	3,61	<b>3,94</b>	<b>4,29</b>
Kertaluontoiset erät	-4,5	-10,7	-0,6	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,15	<b>0,20</b>	<b>0,30</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	289,4	272,8	315,5	<b>311,2</b>	<b>310,2</b>	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	-5 %	13 %	<b>-1 %</b>	<b>2 %</b>
Oma pääoma	151,5	143,0	139,3	<b>152,3</b>	<b>165,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	16 %	-5 %	86 %	<b>-12 %</b>	<b>6 %</b>
Liikearvo	49,1	49,1	49,1	<b>49,1</b>	<b>49,1</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	7 %	20 %	52 %	<b>-7 %</b>	<b>7 %</b>
Nettovelat	107,4	77,4	78,1	<b>58,9</b>	<b>55,9</b>	EPS oik. kasvu-%	21 %	46 %	48 %	<b>6 %</b>	<b>12 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	9,4 %	9,5 %	15,6 %	<b>13,9 %</b>	<b>14,3 %</b>
Käyttökate	26,0	24,7	46,0	<b>40,5</b>	<b>42,7</b>	Oik. Liikevoitto-%	6,5 %	8,2 %	11,1 %	<b>10,4 %</b>	<b>10,9 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	6,1	28,9	-9,4	<b>1,6</b>	<b>-9,7</b>	Liikevoitto-%	4,9 %	4,1 %	10,9 %	<b>10,4 %</b>	<b>10,9 %</b>
Operatiivinen kassavirta	26,4	53,7	27,1	<b>33,6</b>	<b>23,9</b>	ROE-%	2,5 %	0,8 %	12,3 %	<b>12,9 %</b>	<b>13,3 %</b>
Investoinnit	-32,3	-1,6	-26,0	<b>-10,9</b>	<b>-10,9</b>	ROI-%	5,7 %	4,7 %	13,8 %	<b>12,7 %</b>	<b>13,4 %</b>
Vapaa kassavirta	9,3	50,8	2,3	<b>25,4</b>	<b>13,0</b>	Omavaraisuusaste	52,3 %	52,4 %	44,2 %	<b>48,9 %</b>	<b>53,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	54,4 %	36,6 %	56,1 %	<b>38,7 %</b>	<b>33,7 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,4	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>						
EV/EBITDA (oik.)	8,0	10,2	9,0	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>						
EV/EBIT (oik.)	11,6	11,7	12,7	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>						
P/E (oik.)	13,1	14,1	19,1	<b>15,0</b>	<b>13,4</b>						
P/B	0,7	1,2	2,4	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,7 %	<b>2,7 %</b>	<b>4,1 %</b>						

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoja Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.9.2018	Lisää	4,00 €	3,50 €
14.1.2019	Lisää	3,80 €	3,33 €
17.2.2019	Vähennä	3,30 €	3,21 €
23.4.2019	Lisää	3,30 €	3,05 €
21.7.2019	Vähennä	3,10 €	3,15 €
9.1.2020	Vähennä	2,90 €	2,73 €
27.1.2020	Lisää	3,10 €	2,86 €
13.2.2020	Lisää	3,10 €	2,94 €
18.3.2020	Vähennä	2,30 €	2,38 €
26.5.2020	Vähennä	2,40 €	2,60 €
10.6.2020	Vähennä	2,60 €	2,67 €
20.7.2020	Vähennä	2,60 €	2,80 €
2.10.2020	Lisää	2,80 €	2,60 €
18.11.2020	Lisää	3,80 €	3,44 €
23.11.2020	Osta	4,50 €	3,65 €
21.1.2021	Lisää	5,60 €	5,10 €
11.2.2021	Lisää	6,20 €	5,68 €
10.3.2021	Lisää	6,70 €	6,08 €
21.4.2021	Lisää	9,00 €	7,00 €
19.7.2021	Lisää	12,00 €	10,60 €
29.11.2021	Lisää	11,00 €	9,00 €
14.2.2022	Osta	8,50 €	7,14 €
12.4.2022	Lisää	8,20 €	7,30 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**